

Las Normas de Conducta en el Mercado de Valores: Reflexiones a Propósito de la Película “El Lobo de Wall Street”

Anderson Vela Guerrero*

Resumen:

El presente artículo pretende analizar las normas de conducta en el Mercado de Valores desde una perspectiva regulatoria y de su cumplimiento por parte de las empresas que participan en ella. Tenemos a las sociedades agentes de bolsa, nombre que se le ha dado en la regulación peruana, que básicamente se dedican a canalizar o intermediar inversiones por cuenta de sus clientes y por cuenta propia. También se observara, desde la perspectiva de las normas de conducta, a las empresas llamadas emisores de valores o empresas cotizadas, cuyos valores se negocian en mercados centralizados o que acceden al mismo mediante las llamadas ofertas públicas primarias. Estos participantes juegan un rol importante en la economía del país y en el Mercado de Valores, pues, mientras que las sociedades agentes de bolsa administran dinero y valores de sus clientes, y por lo tanto deben realizar sus actividades con diligencia, las sociedades cotizadas se encuentran obligadas a transparentar sus actividades, presentando información financiera periódica según lo establecido en los reglamentos respectivos y cualquier otra información que pueda calificarse como relevante, a fin de que los accionistas puedan tomar decisiones de inversión.

Las normas de conducta juegan entonces un rol importante en el comportamiento de los que participan en este mercado, con el fin de mitigar cualquier comportamiento indebido que tenga relación con el uso de información privilegiada o la manipulación de precios, conductas que podrían afectar el mercado significativamente.

Palabras clave:

Normas de conductas - Sociedades agentes de bolsa - Representantes, emisores o empresas cotizadas – Ética - Manipulación de precios - Información privilegiada

Sumario:

1. Introducción
2. Consideraciones sobre el Mercado de Valores
3. Por qué es importante la ética en el Mercado de Valores
4. Abuso de mercado
5. Conclusiones
6. Referencias bibliográficas

* Abogado especializado en Mercado de Valores y con estudios en Maestría en Derecho de la empresa por la Pontificia Universidad Católica del Perú y Derecho Penal por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Actualmente ejerce el cargo de Intendente General de Cumplimiento de Conductas de Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

1. Introducción¹

Las normas de conducta o códigos internos de conducta han experimentado un gran desarrollo a nivel regulatorio en los países miembros de la INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION – IOSCO². Resulta pertinente señalar que esta institución da la pauta tanto a los reguladores, a los emisores de valores o sociedades cotizadas, a las sociedades agentes de bolsa o corredoras de bolsa y a las clasificadoras de riesgo, para que en el marco de estos principios, los reguladores desarrollen sistemas normativos que tengan por finalidad proteger al inversionista; que las operaciones que se negocian en el Mercado de Valores sean transparentes y que las decisiones de inversión se realicen contando con toda la información de parte de los emisores. Respecto de éstos, los principios de IOSCO ponen énfasis en la difusión puntual y exacta de sus resultados financieros y que desarrollen reglas donde todos los accionistas sean tratados de “una manera justa y equitativa”, mientras que para las sociedades agentes de bolsa se exige que el regulador dicte normas relacionadas con la entrada de estas empresas al Mercado de Valores, que cuenten con un capital mínimo inicial y en especial se exige directivas “que posibiliten el cumplimiento de las normas de conducta” con el fin de proteger “los intereses de los clientes y sus activos, así como asegurar una correcta gestión del riesgo.”

El presente artículo se centra en estos dos grandes actores del Mercado de Valores, por lo que se pretenderá analizar si las normas de conducta constituyen o no límites a la actuación de los directivos, funcionarios y demás trabajadores de estas entidades frente a los *stockholders* (accionistas) y los demás interesados (*stakeholders*) que incluye al regulador.

Cabe mencionar que los principios de IOSCO señalan que los reguladores deben contar con poderes amplios para supervisar, disponer inspecciones y dictar sanciones por incumplimiento a las normas del Mercado de Valores, herramientas necesarias encaminadas a proteger los intereses de los inversionistas, y que éstos actores gestionen adecuadamente los riesgos que asumen con el sistema.

Desde el punto de vista del desempeño de los agentes de intermediación o sociedades corredoras de bolsa, pretendemos explorar una parte de la argumentación de la película “*El Lobo de Wall Street*” dirigida por Martin Scorsese, en el que *Leonardo*

di Caprio hace de *Jordan Belfort*, personaje que en los años 90 habría estafado por US\$ 300 millones aproximadamente a un grupo de inversionistas a través de la empresa *Stratton Oakmont*. Lo que se pretende resaltar de esta película, no es la parte relativa a los excesos que se muestran en la película (drogas y sexo) que a nuestro entender sería el argumento central, sino el comportamiento de éste frente al Mercado de Valores.

Se quiere reflexionar sobre cuál debe ser el comportamiento que deben tener las organizaciones como sus integrantes en un mercado donde el flujo de información y la transparencia de las operaciones resultan vital para hablar de un mercado que proyecta reglas claras para que los inversores tengan confianza y conozcan los riesgos propios de la intermediación, teniendo presente las crisis de 1987, 1997, 2007 y 2008, como la de 1929 que dio origen a la gran depresión de los Estados Unidos. Generalmente estas crisis se basan en una alta especulación en las bolsas de valores, falta de cumplimiento de reglamentación, políticas económicas expansionistas erradas de los países, falta de liquidez e incumplimiento de obligaciones particulares y estatales. Miguel Ángel Martín Mato, 2011: 109.

Se entiende que el Mercado de Valores, es en esencia un mercado regulado, y por lo tanto, el rol que cumplen los reguladores es vital a fin de prevenir abuso de mercado o riesgos sistémicos; para ello, éstos dictan normas prudenciales, siempre que cuente con poderes suficientes y recursos apropiados que posibiliten el control del Mercado de Valores, permitiéndose de esta forma la dinamización de la economía, entendiéndose ésta como el mecanismo donde concurren inversionistas que buscan una rentabilidad de su dinero, como aquellos que necesitan liquidez para financiar sus proyectos con la obtención de dinero en forma directa.

Es por ello que dentro de estas normas regulatorias que rigen al Mercado de Valores se hace necesario aprobar enunciados o principio mínimos a fin de que los emisores y los intermediarios de valores, incorporen normas de conducta modeladas o materializadas en los llamados Códigos Internos de Conducta.

2. Consideraciones sobre el Mercado de Valores

Todas las personas que tienen excedentes de dinero siempre se hacen la pregunta ¿En qué invierto?, algunos decidirán invertir en activos reales como maquinarias, equipos para sus

1 Las opiniones y afirmaciones expresadas en este artículo, corresponden en exclusiva al autor y no reflejan necesariamente la postura de la institución donde ejerce su trabajo.

2 Viene a ser la entidad rectora que aprueba principios para la regulación de los mercados de valores, cuya finalidad es la protección a los inversionistas, que se garanticen que los mercados sean justos, eficientes y transparentes y se reduzcan los riesgos sistémicos. Para mayor información visitar la página oficial en: <http://www.iosco.org>.

negocios o emprender nuevos negocios, etc., mientras que otros analizaran la posibilidad de invertir en activos financieros como acciones, bonos u otros instrumentos financieros; o recurrir al sistema bancario (mercado indirecto) para recibir una rentabilidad que nos ofrece un Banco. Generalmente en términos de rentabilidad, lo que podemos obtener de un banco sería menor a la rentabilidad que se pudiera obtener si invertimos en activos financieros a través del Mercado de Valores (mercado directo), sin embargo, el riesgo en el primer caso será menor que en la segunda opción.

Cuando se trata de la intermediación en el mercado directo, para las decisiones de inversión se necesita el concurso de “especialistas” llamados agentes de bolsa, casas de bolsa, corredores de bolsa o sociedades agentes de bolsa para nuestro mercado, que se encargan de intermediar valores o instrumentos financieros entre compradores y vendedores. Esta intermediación se hace a través de los representantes o asesores financieros, quienes son los que captan clientes, asesoran y colocan las órdenes para la compra o venta de acciones en los llamados mercados centralizados de negociación. Un inversionista antes de recurrir a una sociedad agente de bolsa, deberá evaluar su perfil para invertir y preguntarse, cuál es el dinero disponible que tiene para invertir, la expectativa de rentabilidad, grado de tolerancia al riesgo y cuál es el tiempo que requiere para recuperar su inversión. Cabe decir, que entre el mercado bancario y el de valores hay diferencias marcadas, son actividades distintas, pues el primero paga una tasa de interés llamada pasiva y que es conocida por el ahorrista. A su vez el Banco coloca el dinero captado a otros clientes que requieren financiamiento a quienes les cobra una tasa de interés que se conoce como tasa activa. En cambio, en el Mercado de Valores las inversiones son directas, es decir, la sociedad agente de bolsa es el intermediario entre compradores y vendedores, donde cada uno de éstos asume riesgos que son propios del mercado, que generalmente están referidos a riesgos de liquidez, riesgos operativos, riesgos legales, riesgos de información y riesgos de reputación.

2.1 Emisores de valores o empresas cotizadas

Acercándonos a los conceptos señalados en los párrafos anteriores, dentro del Mercado de Valores existen dos tipos de mercados: el primario y el secundario. En el primero, llamado también de emisión (OPP) o IPO (*initial public offering*) por sus siglas en inglés, las empresas que requieren financiamiento acuden al público inversionista o a un segmento de éste, a fin presentar sus proyectos de inversión y vender los valores objeto de la oferta. La Ley del Mercado de Valores (LMV), define a la oferta pública primaria como la oferta de nuevos

valores que hacen las personas jurídicas al mercado (artículo 53), para después señalar cuáles son aquellos requisitos que deben observarse en esta ofertas, como la comunicación formal del emisor a través del representante legal, documentación referida a los acuerdos de emisión, donde se debe especificar las características de los valores, deberes y derechos de los titulares, el prospecto informativo de la emisión y estados financieros auditados (artículo 54). Mediante Resolución CONASEV N° 141-98 y sus modificatorias, se regula con detalle los requisitos de esta clase de ofertas. De otro lado, y con la finalidad de dinamizar el Mercado de Valores y que puedan participar otras empresas, la SMV ha aprobado el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores – MAV, (Resolución de Superintendencia N° 00025-2012), que viene a regular un segmento del Mercado de Valores creado para la realización de ofertas públicas primarias y secundarias de acciones representativas de capital social y valores representativos de deuda, cuyos requisitos son menores a lo dispuesto en el régimen general, en el que se pueden ofertar valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos. Los efectos de este mecanismo alternativo de inversión son positivos, pues por un lado, permite a las empresas obtener financiamiento más barato que el ofrecido por el sistema bancario; el inversionista diversifica sus inversiones y el Estado promueve una mayor dinamización de la economía del país. En el mercado primario se puede ofertar tanto acciones como bonos. Estos esfuerzos regulatorios, pretenden ampliar la participación de más personas jurídicas y que por su función económica, apela al ahorro del público mediante la oferta de valores. Desde la perspectiva jurídica, el mercado primario sirve de mecanismo para la adquisición originaria de los valores negociables. Fernando Zunzunegui, 1997: 278.

Una vez que estas acciones ya están inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), que administra la SMV pueden negociarse en el mercado secundario, en el cual el inversionista puede comprar estos valores a través de la Bolsa de Valores de Lima y con la intervención de una sociedad agente de bolsa. En estos casos los activos no los recibe la empresa sino el inversionista. La Bolsa proporciona un indicador objetivo del valor de las empresas: el precio de mercado de las acciones. Ello debido a que la cotización de las acciones representa el consenso de la comunidad inversora sobre el valor de los fondos propios de la empresa, incluyendo, entre otros factores, sus expectativas de rentabilidad futura y sus oportunidades de crecimiento. (Eduardo J. Menéndez 2002: 96).

En el Mercado de Valores y dado las formas de inversión directa, el Estado mediante regulación exigirá a todas las empresas que toman dinero

público, la presentación de información como son los estados financieros tanto trimestral como anual, memorias anuales, hechos de importancia, y clasificaciones de riesgo. Estas obligaciones nacen a partir de la realización de la oferta primaria y continúa su exigencia en tanto se negocien sus valores en un mercado organizado. La información debe ser veraz, suficiente y oportuna. El rol de la SMV no es asegurar la rentabilidad de las inversiones sino procurar que los inversionistas tomen decisiones de inversión en base a la información que se presenta al mercado.

Por tratarse de emisores de valores, existen reglas que deben cumplirse y que están dirigidas a los órganos de administración cuya finalidad es establecer límites en la gestión. La Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales, establece (artículo 3, de la Ley 29720), que adicionalmente a las causales descritas en la LGS, los directores y gerentes de los emisores son responsables civilmente de los daños y perjuicios que ocasionen a la sociedad por las transacciones en que hubieran participado, o que generen un perjuicio económico o de otra índole al emisor, ambos determinados por el juez competente.

Entonces, la LMV regula específicamente las responsabilidades de los directores y gerentes frente a la sociedad cotizada. No pueden éstos recibir en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en provecho propio o terceros vinculados, los bienes, servicios o créditos de la sociedad sin contar con autorización del directorio. Se añade que los directores o gerentes no pueden valerse del cargo para, por cualquier medio en perjuicio del interés social, obtener ventajas indebidas para sí o tercero vinculados. También la LMV obliga a los accionistas, directores o gerentes, en aquellos casos donde tengan interés en celebrar actos o contratos que representen más del cinco por ciento de los activos del emisor, o sus cónyuges o parientes hasta el primer grado de consanguinidad, deben contar con aprobación expresa del directorio. Todas estas normas estas referidas tanto a las ofertas primarias y secundarias.

Las ofertas públicas secundarias tienen como finalidad la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. Es importante señalar que esta oferta tiene diferentes modalidades: la oferta pública de adquisición (OPA), oferta pública de compra (OPC), la oferta pública de venta (OPV) y la de intercambio (OPI). En todas estas modalidades de ofertas debe participar un agente de intermediación que será la encargada de recibir las ofertas de los inversionistas (art. 50 de la LMV). Del mismo modo, el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión aprobado por Resolución CONASEV N°

0009-2006, regula la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición cuando se pretenda adquirir, directa o indirectamente, participación significativa o incrementar la ya alcanzada en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscritas en bolsa, así como realizar una oferta pública de compra en los casos de exclusión de un valor del RPMV.

Puede advertirse que la regulación peruana sobre ofertas públicas es de la más completa y que tiene un desarrollo complementario en las normas que aprueba la SMV. Como hemos señalado el Mercado de Valores es un mercado regulado, pues tiene como finalidad velar por la transparencia de dicho mercado, la correcta formación de precios y la protección al inversionista. Toda esta regulación puede parecer detallada y por lo tanto incurrir en costos al emisor, sin embargo, tiene ventajas indiscutibles por cuanto da seguridad jurídica al supervisor y conlleva mayor eficiencia en los procedimientos que ya están plenamente establecidos, sea para realizar una oferta pública primaria o secundaria, incluso es una regulación predictiva para efectos de procedimientos sancionadores.

El sustento teórico de esta clase de regulación se basa generalmente en la capacidad que tiene el Estado de dictar normas imperativas, especiales y generales como expresión de su soberanía; sin embargo, también este sistema admite normas internas emanadas de la autonomía privada tanto del emisor como del intermediario, que generalmente están fijadas en estatutos y reglamentos internos como son las normas de conducta, que es motivo de este artículo. Estas normas son conocidas como instrumentales o propias de la organización, que tienen por finalidad crear o definir estructuras en las cuales se han de desempeñar los miembros de la organización, que como se puede deducir, se identifican derechos y deberes que deben de cumplir tanto la organización como sus trabajadores. Vemos que en un emisor de valores resulta trascendente la vigencia de estas normas de conducta y que deben recoger aquellas prohibiciones que se ha mencionado y que están descritas en la LMV, a fin de evitar conflictos de interés entre la sociedad, sus directores, accionistas o gerentes y con mayor razón evitar actos abusivos en contra de los accionistas o *stockholders*. Entonces, las normas de conducta tienen en nuestro sistema jurídico una fuente material, que es las normas legales y una fuente no convencional que son los reglamentos internos que aprueban los propios emisores o sociedades cotizadas.

Podemos preguntarnos, qué debe contener estas normas internas de conducta de un emisor. Inicialmente, podemos señalar que éstas no deben

ser simples actos de declaración, se necesita una manifestación de voluntad de cumplir con estas normas internas, y su observancia hará que éstas se conviertan en relevantes dentro de la organización; caso contrario no tendrán eficacia. Ahora, como las normas de conducta están íntimamente vinculadas con la conducta de cada uno de los integrantes de la organización, será entonces que el emisor deberá buscar mecanismos adecuados para hacer cumplir las normas internas de conducta. En nuestra regulación, el Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones aprobado mediante Resolución CONASEV N° 00107-2002,³ traslada a la sociedad emisora la obligación de implementar sus propias normas de conducta dando pautas a fin de establecer guías y procedimientos para que la información privilegiada no sea usada o se filtre a terceros cuyo uso perjudica al Mercado de Valores y a los inversionistas, así como evitar la manipulación de precios o que se incumplan las prohibiciones o establecimientos de requisitos a que se refiere el artículo 51 de la LMV.

Se ha dicho que los emisores cumplen un rol importante en el Mercado de Valores, por ello las normas de conducta constituyen una estructura adicional a las normas legales que rigen a los participantes de éste mercado; básicamente, estas normas pretenden desarrollar estándares, basados en un acción diligente de los directores y gerentes y en la buena fe de éstos frente a los accionistas, en especial a los inversionistas y otros actores vinculados a las actividades del emisor. Pretender conceptualizar una acción o deber de diligencia que deben observar los gestores resulta sumamente difícil, pues se tendría que hacer valoraciones de diferentes ángulos como las normas del Código Civil, las normas societarias, cuyos enunciados se conocen como principios de un ordenado comerciante y representante leal; sin embargo, cuando este deber de diligencia se traduce en una norma interna, es más fácil encontrar un marco de referencia que puede moldear desde una perspectiva subjetiva el esfuerzo y dedicación

de los gestores del emisor, el interés y atención que deban dar a los fines de la organización, y desde un significado objetivo como esquema, guía, propuesta de conducta en relación con una actividad debida. María José Morillas, 2002: 345.

Mucho más complicado es medir la buena fe en las actividades de gestión y representación del emisor, por cuanto en una empresa cualquier ella sea, y con mayor razón en una empresa cotizada, los intereses tanto de los accionistas, de los directores, gerentes y de los inversionistas son contrapuestos en muchos casos, pues los directores y gerentes además de buscar resultados óptimos para la empresa, también buscan incentivos individuales o grupales que pueden convertirse en factores de distorsión o que se yuxtaponen respecto de los intereses de los accionistas (de control) o de los inversores (pequeños accionistas). Por ello, la doctrina y las normas internacionales buscan dar prioridad al *interés social*, integrando a ello las normas de conducta, el buen gobierno corporativo y la información veraz en las cuentas del emisor.⁴ El *interés social* es básicamente un enunciado que debe reflejarse en las normas de conducta, pues detrás de ella está el de maximizar el valor de la empresa y por ende la creación del valor para el accionista. Entonces para dejar de ser un enunciado y toda vez que ello está en relación directa con la ética empresarial, las normas de conducta deberán contener como mínimo enunciados que resalten los deberes de lealtad de los directores, el nombramiento de directores independientes, mecanismos para evitar los conflictos de interés y la obligación de guardar información reservada o privilegiada a fin de evitar abusos de mercado.

Tal vez un enunciado tan importante como los anteriores es el de la prohibición de hacer uso de los activos de la sociedad y las "oportunidades de negocios" que pueden presentarse con relación a las actividades de la empresa. Por ello y recapitulando, el artículo 51 de la LMV señala con precisión las obligaciones y prohibiciones al que están sujetos los directores y gerentes de un

3 Artículo 13 ° NORMAS INTERNAS DE CONDUCTA

El emisor deberá establecer Normas Internas de Conducta mediante las cuales implemente los procedimientos y mecanismos necesarios para el cumplimiento de las disposiciones del presente Reglamento, las que deben contemplar cuando menos los siguientes:

1. Procedimientos para salvaguardar la confidencialidad de la información reservada o privilegiada;
2. Procedimiento interno para la elaboración y la comunicación de los hechos de importancia, basándose en lo establecido en el Anexo II del presente Reglamento;
3. Descripción de las funciones y responsabilidades de las personas encargadas de elaborar y/o comunicar los hechos de importancia e información reservada a CONASEV y, cuando corresponda, a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo.

Las Normas Internas de Conducta deberán ser aprobadas por el órgano societario correspondiente y ser presentadas a CONASEV (SMV) y a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo.

Esta norma está vigente a la fecha.

El 20 de marzo de 2014 se publicó un nuevo reglamento de hechos de importancia e información reservada, el mismo que entrará en vigencia a partir del 01 de julio del 2014.

4 Ver informe de Olivencia, Principio de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), Informe Cadbury, Informe Hampel.

emisor, obligaciones y prohibiciones que deben estar comprendidas en las normas internas de conducta de cada emisor.

Todo ello condensado en este artículo pretende dar un pincelazo de la importancia de las normas de conducta que, es muy posible que no funcione en muchos casos, sino no hubiésemos tenido crisis económicas y grandes estafas, como el caso de *Jordan Belfort* y su empresa *Stratton Oakmont* que mencionamos, pues las normas de conductas no funcionarán si es que no tenemos presente las normas éticas, pues habrá siempre una simbiosis entre la ética y las normas internas de conducta.

2.2 Sociedades Agentes de Bolsa, Corredoras de Valores o Empresas de Servicios de Inversión

Conforme al artículo 185 de la LMV las sociedades agentes de bolsa son aquellas sociedades anónimas que, debidamente autorizadas, se dedican fundamentalmente a realizar la intermediación de valores en uno o más mecanismos centralizados que operen en las bolsas. Estas sociedades que tienen nombres distintos en regulaciones de otros países como: corredoras de valores, empresas de servicios de inversión, *brokers* y *brokers dealers*, cumplen un rol importantísimo en el Mercado de Valores, pues son los que intermedian, conectan entre compradores y vendedores de valores o instrumentos financieros, incluso en muchos casos también se constituyen como compradores o vendedores por cuenta propia.

Estas empresas de servicios de inversión, tienen a su vez personas llamadas representantes que tienen por finalidad materializar las funciones que han sido autorizadas por la SMV a la sociedad agente de bolsa. Por ejemplo, estos representantes realizan compras y ventas a nombre de los clientes de la sociedad. Éstos también pueden al igual que la sociedad agente, comprar y vender por cuenta propia; prestan asesoría en materia de valores y operaciones en bolsa, brindan a los clientes un sistema de información adecuado y otras funciones adicionales que se encuentran detalladas tanto en la LMV como en el Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 045-2006. El rol principal de los intermediarios de valores y sus representantes es el de asesorar al inversionista que en muchos casos no conoce todos los procedimientos del mercado y menos los mecanismos que se aplican a la compra y venta de valores, por lo que debe confiar en la diligencia y capacidad (personal y profesional) de este asesor financiero, pues será éste quien de modo oportuno (eficiencia) invertirá en la compra o venta de valores que pueda generar riqueza para su cliente. El Mercado de Valores en estos casos

permite a través de estas sociedades agentes el fácil acceso de los inversionistas al Mercado de Valores; que se utilice economías de escala en el sentido de comprar valores de distintos emisores buscando el pago de una menor comisión a la sociedad agente; que exista por parte de los representantes una administración profesional de los activos de los clientes y pueda así el inversionista sentirse seguro de una adecuada administración de sus recursos para diversificar sus activos.

Es decir, dependerá del representante o asesor financiero que forma parte de la empresa de servicios de inversión para que el pequeño inversionista considere que su decisión de participar en éste mercado es de lo más eficiente y dentro de los parámetros de ética y normas de conducta que estas empresas deben observar. El artículo 171 de la LMV señala expresamente que los agentes de intermediación están obligados a realizar sus actividades con diligencia, lealtad e imparcialidad, otorgando siempre prioridad absoluta al interés de su cliente. Es más, el propio artículo señala, que en aquellos casos donde se presenten conflictos de interés entre sus comitentes, el agente debe mantener neutralidad. La misma ley dispone cuáles son las prohibiciones de los intermediarios, como por ejemplo, propiciar en beneficio propio o de terceros una evolución artificial de las cotizaciones o realizar transacciones ficticias apelando a prácticas o mecanismos engañosos.

Dada esta relación de confianza, se debe preguntar cómo debe ser el comportamiento de las empresas de inversión y del asesor financiero frente a su cliente y frente al mercado, ello en la medida que las normas del Mercado de Valores, además de abarcar a un conjunto de normas, lo que pretende es asignar de la mejor forma posible el uso del ahorro dirigido a la inversión. Para el Mercado de Valores viene a ser el mecanismo directo de asignación y cumple la función económica de permitir la asignación del ahorro entre las opciones alternativas de financiación mediante la negociación de valores mobiliarios. Fernando Zunzunegui 1997: 13.

Vemos entonces la importancia del rol que cumplen los representantes o asesores de inversión en el Mercado de Valores. Sus funciones nacen de un contrato de asesoramiento (*advisory contrac*) donde el representante o asesor de inversión se compromete a dar información veraz y oportuna al cliente, y este a su vez espera una constante comunicación de sus inversiones; además espera que la valoración que se haga de sus inversiones conlleve a un mejor acierto de las compras o ventas de acciones en el mercado y que el resultado sea satisfactorio a sus intereses.

Dicho esto, resulta entonces que el asesor financiero, comisionista o representante constituye una pieza

clave entre la empresa de servicio de inversión y el inversionista, y esa relación se intensifica cuando el inversor percibe que sus inversiones le dan resultados positivos; sin embargo, puede también generar muchas inequidades que a veces el inversionista no aprecia sino cuando los resultados son negativos. Estas se presentan generalmente mediante manipulación de precios que pueden ejecutarse sea por la misma sociedad agente, sus representantes o terceros vinculados.

Si bien las relaciones entre el agente de intermediación y sus comitentes se rigen por las reglas de la comisión mercantil y lo establecido en la LMV (artículo 173), consideramos que esta relación debe ir más allá de una relación mercantil, pues, al existir una relación directa con el inversionista, existen deberes que se encuentran debidamente regulados y que deben cumplirse, pues su omisión puede generar procedimientos administrativos sancionadores por parte de la SMV como primer orden, incluso sanciones penales o indemnizaciones de carácter civil. Como pauta podemos señalar que tanto la LMV como el Reglamento de Agentes de Intermediación precisan que un primer paso en la relación sociedad agente de bolsa y cliente es que la sociedad debe llenar una ficha donde se describe fundamentalmente los datos del cliente, sociedad o por ejemplo, si éste conoce de los mecanismos del Mercado de Valores, cuál es su patrimonio, datos sobre domicilio e identificación, es decir la finalidad es el principio de: *conoce a tu cliente*. Este principio es un estándar que debe ser cumplido por los intermediarios. Como puede observarse, el hecho de consignar en la ficha datos sensibles, convierte a la sociedad agente y a sus representantes en depositarios de información confidencial que debe ser debidamente administrada.

El artículo 74 del Reglamento de Agentes de Intermediación, dispone que el agente deberá verificar la identidad y capacidad legal de sus clientes, habituales u ocasionales, al momento de iniciar relaciones comerciales con ellos, para lo cual debe requerirles la presentación de documentos públicos o privados que le permitan obtener la información necesaria respecto de ellos. Del mismo modo deberá contar con la documentación que le permita acreditar que ha actuado con diligencia al realizar acciones razonables para verificar los datos brindados por sus clientes. A su vez la ficha de cliente también tiene por finalidad establecer el mecanismo por el cual el cliente va a ordenar sus operaciones.

La forma cómo el cliente ejecuta sus operaciones en el Mercado de Valores se materializa mediante las llamadas órdenes de compra o venta, que según el artículo 175 de la LMV son instrucciones impartidas a los agentes de intermediación por las que los

clientes manifiestan su voluntad o decisiones de inversión en la negociación de valores. Desde una perspectiva legal, la orden es un mandato con representación (actúa el representante en nombre del cliente), pues el cliente está obligado a firmar el formato de la orden a fin de acreditar el mandato dado al intermediario. Este formato al igual que la ficha de cliente son documentos importantes para determinar que el intermediario viene actuando conforme a las decisiones de inversión de su cliente y son documentos que se encuentran obligados a mostrar cuando el supervisor realiza inspecciones en las oficinas del intermediario (*intra situ*). De otro lado, como parte del proceso de intermediación se encuentra otro documento importante que acredita que efectivamente se ha llevado a cabo la operación, sea de compra o venta, es la llamada póliza, que conforme a lo dispuesto por el artículo 178 de la LMV constituye prueba fehaciente de la legitimidad de la realización de las transacciones de valores y tienen carácter de comprobante que sustentan los pagos efectuados por la transferencia de valores.

Entonces, siendo un mercado de órdenes (*orden driven*), el intermediario bursátil se convierte en un actor fundamental entre compradores y vendedores. Es tan importante su rol que puede generar conflictos de interés por su calidad de mandatario. Siguiendo a Fernando Zunzunegui, la comisión mercantil es el mandato por el que una persona encarga a un miembro del mercado la realización por cuenta del mandante de una compraventa de valores cotizados en bolsa. Fernando Zunzunegui, 1997: 531.

Ello implica que el intermediario debe actuar siempre en nombre de su cliente, debe representarlo fielmente, debe actuar con diligencia, buscando siempre proteger los intereses de su cliente, que implica que las inversiones sean canalizadas adecuadamente, bajo los parámetros y condiciones del mercado referente a precio e información.

Sin embargo, no siempre el intermediario, (entendido como responsable frente a sus clientes) actúa de buena fe con éstos. Ello obedecería a varios factores, uno el desconocimiento del cliente del propio sistema bursátil; otro factor sería el manejo de información que tiene el intermediario que no necesariamente se transmite a su cliente adecuadamente, y finalmente, las conductas fraudulentas de aquellos que intervienen en el mercado a nombre del intermediario.

Tanto las normas de conducta reguladas como principios en el artículo 16-A de la LMV, artículo 1 de la Ley 29660 y el artículo 16 del RAI, lo que buscan es afianzar y reforzar los controles internos de los propios agentes, convirtiéndose en normas muy descriptivas para que el agente

conozca los límites de su conducta frente a su cliente en la intermediación de valores negociables e instrumentos financieros, sea dentro de mecanismos centralizados o fuera de ellos (*over the counter*).

La regulación diseña entonces principios mínimos que debe contener el Código de Conducta. También se destaca la obligación de los agentes de intermediación a que el código de conducta sea leído por cada uno de sus trabajadores, debiendo el agente presentar a la SMV una declaración jurada que indique esta obligación.

Esta forma de legislar objetivamente como obligaciones normativas mínimas, convierte a estas normas desde una perspectiva de cumplimiento en observancia obligatoria, cuyo incumplimiento podría generar un tipo infractorio si es que los intermediarios y sus representantes no cumplen con las normas de conducta. Queda entonces para el supervisor verificar el cumplimiento de estas normas, las cuales deben contener aquellos estándares mínimos que garanticen la lealtad y buena fe de los operadores que libremente deciden

actuar en este mercado. Pere Kirchner y Salinas Carlos, 1999: 320.

Como se ha mencionado el intermediario debe actuar siempre en nombre de su cliente, debe representarlo fielmente, debe buscar que la inversión de su cliente sea canalizada adecuadamente, bajo los parámetros y condiciones del mercado referente a precio e información. En ese sentido y en el ejercicio de sus actividades, las sociedades agentes de bolsa, sus representantes bursátiles, sus directivos y las demás personas que directa o indirectamente se relacionen con el Agente, deberán observar estas normas de conducta.⁵, lo que significa que deben ser conscientes que el cumplimiento de las normas que regulan el ejercicio de sus actividades, tendrán efectos positivos no solo respecto de cautelar los intereses de sus clientes, sino cautelar también la integridad del mercado.

Por su parte el cliente también tiene obligaciones que debe observar y que ello está directamente vinculado a las operaciones y las transacciones que realiza en los mercados centralizados de

5 Artículo 16.- NORMAS GENERALES DE CONDUCTA

En el ejercicio de sus actividades, los Agentes, los Representantes y directivos del Agente, así como las demás personas que directa o indirectamente se relacionen con el Agente, deberán observar los deberes para con los clientes y el mercado, a que se refiere el artículo 16-A de la Ley, así como las normas de conducta siguientes:

16.1. Competencia.- Contar con los recursos necesarios y procedimientos adecuados para realizar eficientemente sus actividades de intermediación.

16.2. Conflicto de Interés.- Evitar los conflictos de interés entre clientes, y si éstos no se pueden impedir, se deberá mantener neutralidad y no conceder privilegios a ninguno de ellos.

16.3. Cuidado y Diligencia.- Actuar con responsabilidad, cuidado y diligencia. Respetar fielmente las instrucciones de sus clientes, o en su defecto, en su mejor beneficio y el de la integridad del mercado.

Asimismo, establecer las medidas preventivas y de supervisión que sean necesarias para que todo el personal del Agente y los terceros contratados, no realicen actividades que supongan una infracción a la normatividad vigente.

16.4. Honestidad e Imparcialidad.- Actuar honesta e imparcialmente, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado. Las órdenes recibidas de sus clientes, para su ejecución, tienen prioridad sobre las órdenes del propio Agente, o las que reciba simultáneamente de sus accionistas, directores, gerentes, Representantes y/o demás personas vinculadas.

16.5. Transparencia.- Actuar de manera transparente en el mercado, en todos los aspectos relacionados con el ejercicio de sus actividades, lo cual entre otros, comprende a las actividades en que intervenga, los vínculos que se entablen o mantengan, y la prohibición de intervenir en actos simulados o contrarios con este principio.

16.6. Información de sus clientes.- Obtener de sus clientes información, sobre su situación financiera, su experiencia en inversiones y sus objetivos de inversión, que sea relevante para los servicios que les brindará.

16.7. Información para sus clientes.- Ofrecer a sus clientes toda la información de que dispongan, cuando pueda ser relevante para la adopción de decisiones de inversión por parte de ellos. Esta información debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y oportuna, para evitar su incorrecta interpretación y debe enfatizar los riesgos que cada operación conlleva. De acuerdo con las características este principio.

De acuerdo con las características de la operación que ordene un cliente, deberá revelársele de manera oportuna, la vinculación de cualquier tipo que exista entre el Agente y las personas que podrían actuar como contraparte en dicha operación.

16.8. Observancia.- Dar cumplimiento a las normas que regulan el ejercicio de sus actividades, a fin de promover los mejores intereses de sus clientes y la integridad del mercado. Los Agentes deberán rechazar operaciones con intermediarios no autorizados, así como cualquier otra operación en la que tengan conocimiento de que pueden infringir las normas que les son aplicables.

Artículo 17 °.- CÓDIGO DE CONDUCTA

El Directorio del Agente debe aprobar el Código de Conducta del Agente, el cual será de observancia obligatoria por parte de todos los directores, gerentes, representantes, y en general por todo el personal del Agente.

El Agente debe dar una adecuada difusión interna a su Código de Conducta, asegurándose de que todas las personas a que se refiere el párrafo anterior tengan conocimiento del mismo.

El Código de Conducta del Agente debe basarse en las normas generales descritas en el artículo 16 del presente Reglamento y desarrollar los aspectos que se detallan en el Anexo 4.

El Agente debe requerir a todos sus directores, gerentes, representantes, y en general a todos sus trabajadores, que suscriban cartas de compromiso por las que se comprometan a cumplir con lo señalado en su Código de Conducta vigente. Estas cartas deben ser conservadas por el Funcionario de Control Interno.

El directorio del Agente debe definir quién (es) será(n) la(s) persona(s) responsable(s) de evaluar las trasgresiones que se produzcan al Código de Conducta del Agente, así como decidir y aplicar las medidas de sanción u otras correspondientes, debiendo comunicar a CONASEV el acuerdo respectivo, dentro de los cinco (05) días de adoptado. Asimismo, se debe establecer la comunicación obligatoria de estas trasgresiones al Funcionario de Control Interno.

negociación, pues también deberá observar las normas de conducta que protegen la transparencia del Mercado de Valores, es decir, no debe ordenar operaciones a su agente de intermediación que tengan por finalidad promover falsas condiciones de oferta o demanda, o promover oscilaciones artificiales en los precios o que realice operaciones simuladas con la finalidad de dar liquidez a un valor que no lo tiene, tema que veremos más adelante. En estos casos, la sociedad agente de bolsa deberá abstenerse de ejecutar las órdenes de sus clientes cuando tengan conocimiento que se formulan con el propósito de promover falsas condiciones de oferta o demanda, promover oscilaciones artificiales en los precios o que se trate de operaciones simuladas (apartado cinco del artículo 175 de la LMV).

Dicho todo lo anterior, se considera que dada la naturaleza de las funciones y servicios que prestan los intermediarios de valores, exige que la intervención administrativa debe estar basada en un régimen continuo de supervisión, con la finalidad de verificar el cumplimiento de las normas del mercado y al mismo tiempo en exigir el cumplimiento de normas de conducta. En esencia se trata de una *lex specialis*. Su especialidad estriba en que dada la importancia de los mercados de valores en el orden económico, se somete a quienes realizan actividades en éstos, a una supervisión administrativa. La decisión de diseñar un régimen legal para el Mercado de Valores viene marcada por el interés público y la necesidad de garantizar la transparencia de los mercados y la protección de los inversores. (Eduardo Barrachina 2011: 87)

Finalmente resulta importante destacar el rol que cumple el regulador en la supervisión de estas empresas de intermediación, pues además de hacer una vigilancia permanente del capital mínimo que deben mantener y otros indicadores de liquidez y solvencia, se debe también analizar el comportamiento y desempeño de sus funciones en el Mercado de Valores, resultando por ello, y como se ha mencionado, superlativo que observen las normas de conducta que rigen cada una de estas sociedades.

3. Por qué es importante la ética en el Mercado de Valores

Luego de haber señalado el rol que cumplen los emisores como las sociedades intermediarias en el Mercado de Valores, resulta oportuno preguntarnos que tan importante es la ética en esta clase de negocios financieros y por qué no en el ámbito de las actividades públicas y privadas en general. Como nuestro tema se circunscribe solo al Mercado de Valores, podríamos decir como premisa que la ética en esta clase de negocios es vital, pues la base de los principios que están

contenidos en la LMV como son: la transparencia de las operaciones, la veracidad y oportunidad de la información para que las decisiones de inversión sea la más adecuada, la libre formación de precios, están decantados en principios éticos. Tratándose de un mercado que se basa en el desempeño de los actores ya mencionados: emisor, sociedad agente de bolsa, accionistas de control, directores, gerentes, inversionistas, la actuación de éstos repercutirá en la solidez del Mercado de Valores, y así se podrá evitar riesgos sistémicos que pueden afectar al propio mercado financiero, a los inversionistas y a la economía de los países y porque no decir de las economías del mundo, pues al estar interconectados estos mercados, los efectos son gravísimos como fueron las crisis del año 1929, llamado *crash* bursátil, las crisis de 1987, 1997, 2007 y 2008, que afectaron a millones de inversionistas y fondos de inversión. Estas crisis se basan generalmente en el comportamiento del hombre, es decir, nace de aquellas cualidades que éste ha recibido en el transcurso de su vida y que muchos asumen determinadas costumbres que llevan a la codicia o el enriquecimiento indebido no importando que medios utilice para lograr sus objetivos.

Por ser el Mercado de Valores un mercado que se rige por la ley de la oferta y la demanda (*a stock is worth what somebody is willing to pay for it*), expresión que se usa en el Mercado de Valores de EE. UU., las normas de conducta constituyen y complementan las normas regulatorias, convirtiéndose éstas en barreras que frenan de algún modo los riesgos morales que afectan el Mercado de Valores. Entonces, es ilustrativo lo que señala Juan Fernández - Armesto cuando precisa que decir que los mercados de valores tienen ética es un antropomorfismo. Son las personas que participan en el Mercado de Valores las que tienen y deben tener ética, pues solo el hombre tiene conciencia moral, y es en ella donde se reflejan las exigencias éticas. Juan Fernández - Armesto, 2002: 17. Este autor remarca que la ética juega un rol importante en la conducta del sujeto que actúa en el Mercado de Valores: tanto el que emite valores, como el que intermedia, como el inversor. Juan Fernández Armesto 2002: 19.

La idea de este trabajo no es hacer un desarrollo de las teorías que desarrollan los valores éticos y morales, sino más bien tomar aquellos principios que ya desde Aristóteles, Epicuro, Jeremy Benthan, Kant, J Habermas y otros han venido planteando diversas teorías cómo debe ser el comportamiento del hombre frente a la sociedad.

En tal sentido, si bien el título de este artículo se refiere a la ética del Mercado de Valores, sin ninguna pretensión filosófica, queremos dejar expresa constancia que para estudios de esta

rama filosófica, hay diferencia entre ambos términos, para lo cual me apoyo en Fernando Savater, catedrático de Filosofía de la Universidad Complutense de Madrid, quien señala que la palabra moral, etimológicamente tiene que ver con las costumbres, pues eso precisamente es lo que significa la voz latina *mores*, por lo tanto, este filósofo señala que “moral” es el conjunto de comportamientos y normas que solemos aceptar como válidos, mientras que ética es la reflexión sobre *por qué* los consideramos válidos, Fernando Savater 2004: 53, 54, 55. En tal sentido, dejamos constancia que seguiremos usando indistintamente cualquiera de estos dos términos “siempre como *arte de vivir*” tal como lo señala el mismo Savater.

Dicho ello, si trasladamos estos principios éticos a las organizaciones económicas, podríamos decir que éstas empresas cada vez más se sienten en la necesidad de elaborar las llamadas “declaraciones de principios” y que se pretende incorporar como una herramienta de gestión para responder en esencia a demandas y relaciones de poder que no se daban en momentos anteriores del desarrollo social e industrial, Francés, Borrego y Velayos 2003: 16. El fundamento es que así se intenta proteger a los *stockholders* frente a las desviaciones de los actores del mercado, incluso hoy en día ya no solo se habla de empresas éticas, sino que se vienen ensayando incluso manifiestos de empresas con responsabilidad social.

Las organizaciones modernas están interesadas en tener estándares de buen gobierno corporativo⁶ por cuanto necesitan garantizar la confianza de la sociedad, construir una cultura organizativa, mantener un bajo nivel de conflicto interno. Francés, Borrego y Velayos 2003: 16. Más aún, cuando son organizaciones que cotizan sus acciones en el Mercado de Valores. La incorporación de normas de conducta o códigos de ética, requieren para la organización un proceso de internalización “organizacional” pues su implementación tiene algunas fases como el proceso de reflexión –que abarca los fines de la organización como su visión y misión para luego realizar un cambio de cultura corporativa que se implementa con la aprobación de las políticas y acciones que debe primar en la organización. Todo este proceso se materializa con la aprobación de un código de conducta.

Ahora bien esta internalización muchas veces pierde valor por cuanto el cumplimiento y observancia del mismo está en aquellos que

componen estas organizaciones, pues en muchos casos prima la voluntad y el accionar de aquellos que realizan las tareas en la organización y en algunos casos prevalece su “moral” privada y convicciones personales sobre de qué se debe hacer en cada momento. No olvidemos que la moral viene a ser la costumbre y hábitos adquiridos que son finalmente los que moldean nuestro carácter o personalidad y condicionan nuestras acciones. Entonces, la ética de las organizaciones ha de entenderse, por tanto, como algo más que un mero conjunto de técnicas para lograr la empatía, cooperación, complicidad, confianza o fidelidad de ciertos grupos cuyo apoyo es necesario para la supervivencia de la compañía –grupos como los trabajadores, accionistas, consumidores, sociedad civil, etc. La autenticidad de un compromiso, se muestra en el tipo de actitudes y valores expresados en las acciones, decisiones y políticas *habituales* de la organización. (Francés, Borrego y Velayos 2003: 24)

No basta que el grupo que conforma la organización muestre su voluntad de acatar las normas internas de conducta, sino que debe mostrar en cada momento que tales normas forman parte de sus actividades laborales, cuando tratan con sus clientes, y ello parte desde las jefaturas más altas de la organización hasta el último trabajador en jerarquía, pues en muchos casos, habrá conflictos entre las normas morales de la organización y los hábitos de cada uno de los que forman parte de la organización. Es un dilema que debe resolverse en el aspecto interno de cada uno, pues, esa gran lucha inclinará siempre nuestra conducta en una u otra dirección.

Esta reflexión cabe circunscribirla al protagonista de la película que motivara este artículo, por cuanto el Mercado de Valores debe pretender excluir a todos los *Jordan Belfort* del sistema bursátil, pues su codicia y falta de escrúpulos (hábitos y costumbres) para inducir a error a inversionistas que no conocen el Mercado de Valores, debilita el sistema. Cabe añadir que los accionistas están interesados en que los directivos, los gerentes y los empleados puedan ejercer su función de la mejor forma en beneficio de la empresa, mientras que éstos pueden tener intereses contrarios. Por ello, las normas de conductas pretenden equilibrar ambos intereses.

En la versión cinematográfica se muestra cómo los corredores de bolsa⁷ inducen a un grupo de inversionistas que no conocen del Mercado de

6 La SMV acaba de aprobar el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. Fue publicada el viernes 8 de noviembre de 2013. Esta norma tiene como objetivo el de “...de contribuir a generar una verdadera cultura de gobierno corporativo en el Perú, que mejore la percepción de las sociedades anónimas por parte de los inversionistas, promueva el desarrollo empresarial y coadyuve a la generación de valor en la economía peruana”.

7 Los *stockbrokers* o representantes en las bolsas de valores y según nuestra regulación tiene como función principal el de ser intermediario entre el comprador y vendedor respecto de la negociación de valores en los mecanismos centralizados de negociación.

Valores para que inviertan en empresas (emisores de valores) cuyas acciones se negocian en centavos. Lo que subyace a estas operaciones es que el grupo liderado por *Jordan Belfort*, es que él se da cuenta que puede ganar altas comisiones sin importar si el inversionista tiene o no un retorno favorable de su inversión. En el argot del Mercado de Valores, este hecho deshonesto se conoce como *pump and dump* que desarrollaremos más adelante.

Las normas señaladas, no deben permitir más *Jordan Belfort* en el mercado, pues como se evidencia en la película, el actuar deshonesto conlleva a que los inversionistas sean desconfiados o escépticos del sistema; por ello todos los que participan en él deben contribuir a su fortalecimiento, actuando como se ha señalado, con diligencia y lealtad como un ordenado comerciante o un representante leal.

4. Abuso de mercado

El Mercado de Valores peruano ha desarrollado normas que pretenden evitar el abuso de mercado, que generalmente están vinculados a la manipulación de mercado y al uso indebido de información privilegiada. Así, mediante Ley 29660 se establece medidas para sancionar la manipulación de precios en el Mercado de Valores (en este caso podemos rotularlo como Ley de Prevención de Abuso de Mercado), mediante la cual se aprueban principios para que todas aquellas personas autorizadas por la SMV y quiénes a nombre de aquellas actúen en el Mercado de Valores, deban adecuar su actuación en el mercado, con cuidado y diligencia, previniendo conflictos de interés, mostrando honestidad y neutralidad, brindando información de sus clientes y para sus clientes y observando las normas que regulan el ejercicio de sus actividades a fin de proteger a sus clientes, promover las mejores prácticas comerciales y (preservar) la integridad del mercado. Puede decirse que esta Ley otorga herramientas a la SMV a fin de prevenir y sancionar aquellas prácticas de abuso de mercado, cumpliéndose de este modo con los principios de IOSCO ya señalados.

4.1 Manipulación de precios

El artículo 3 de la Ley de Prevención de Abuso de Mercado modifica el artículo 12 de la LMV reformulando los presupuestos de la manipulación de precios⁸ configurando supuestos más adecuados a la realidad del Mercado de Valores peruano y tomando también la experiencia del mercado internacional. La estructura de este nuevo artículo 12 de la LMV se basa en la prohibición de dar señales falsas o engañosas respecto de la oferta,

la demanda, el precio o la liquidez⁹ del valor, un segundo supuesto normativo es la prohibición de realizar transacciones, propuestas o transacciones ficticias que tengan por finalidad subir o bajar el precio, incrementen o reduzcan su liquidez, fijen o mantengan el precio; como el de brindar información falsa o engañosa sobre la situación del valor, de su emisor o sus negocios, y por último la prohibición de difundir rumores o noticias falsas a través de medios de comunicación, internet u otros medios.

La SMV mediante Resolución SMV N° 005-2012, aprobó el Reglamento contra el Abuso de Mercado. El desarrollo normativo señalado pretende definir con claridad los alcances de las normas de abuso de mercado para que sirva de disuasión o de prevención, lo importante es que existan reglas claras para que los que participan del Mercado de Valores actúen con cuidado y prudencia. Su finalidad es evitar “huecos” de impunidad, pero al mismo tiempo reforzar la supervisión del regulador mediante inspecciones programadas o inopinadas. Según las normas señaladas y previo a describir la manipulación de *Jordan Belfort* existen varias formas de manipular: i) afectación del precio que consiste en ejecutar operaciones con el propósito de mostrar un precio diferente al que se está cotizando en ese momento; ii) manipular la liquidez, que consiste en realizar una serie de transacciones con la intención de generar una falsa impresión de actividad en la compra y venta de un determinado valor; iii) aparentar ofertas o demandas por valor, que consiste en introducir órdenes en los sistemas de negociación sin la intención de ejecutarlas, pero sí con la idea de generar una falsa impresión sobre la oferta o demanda de valor objetivo, de tal manera que se retiran antes de ser ejecutadas, y; iv) aparentar ofertas o demandas por intermedio de información falsa o engañosa.

Es importante también mencionar que los indicios de manipulación son comportamientos que deben ser vigilados permanentemente por los mecanismos centralizados de negociación de las Bolsas de Valores, y generalmente estos indicios se demuestran cuando existe actuación de una persona o varias personas para asegurarse posición dominante sobre la oferta o demanda del valor objetivo, o se evidencia compras o ventas de valores al momento del cierre del mercado o el aprovechamiento de acceso a los medios de comunicación que están vinculadas con información falsa, rumores o declaraciones falsas. Dicho lo anterior, ahora podemos explicar, según nuestro punto de vista, los mecanismos utilizados por *Jordan Belfort*. En este caso se trata

8 Precios: Es el proceso de formación de precios que se manifiesta del libre juego de la oferta o demanda de cada valor.

9 Liquidez: Grado de facilidad, agilidad y certeza en la venta de un valor determinado y convertir en dinero la inversión.

de una manipulación de precios conocida como *pump and dump*¹⁰. Este caso real es mencionado por Jesús Alemany Eguidazu 2002: 350, cuya manipulación consistía en crear una oferta pública primaria (IPO por sus siglas en inglés) de cualquier empresa. La finalidad de *Belfort* era sacarlas al mercado, para luego hacer una oferta pública y aparentar que la venta de sus acciones respondían a un buen *performance* de la empresa oferente, cuando en realidad estas acciones eran compradas por su empresa *Stratton Oakmont* a través de intermediarios de confianza, que luego de adquirir las acciones, las volvían a vender lo que aparentaba que la oferta era realmente exitosa. Una vez que *Stratton Oakmont* tenía en su poder un gran porcentaje de las acciones de la empresa materia de la oferta, procedía a realizar compras y ventas, incrementando los precios rápidamente (inflar el precio: *pump*), luego corría el rumor a través de sus *stockbrokers* quienes se encargaban de “informar” lo bueno que era las acciones emitidas, incentivando a sus clientes a comprarlas, creando de esta manera una demanda artificial que elevaba el precio de las acciones. Una vez que el precio de la acción estaba manipulado y al alza, *Stratton Oakmont* procedía a desprenderse de sus acciones (venta de acciones: *dump*) y como consecuencia de ello las acciones caían a tal punto que mucho de los inversionistas ante la caída de los precios, querían vender sus acciones pero ya no había compradores, lo que tenía por efecto que las acciones valían cada vez menos, perjudicando de esta manera a sus clientes, mientras que *Belfort* ganaba millones en las transacciones que realizaba.

Finalmente, la Ley de Prevención de Abuso de Mercado, crea un tipo penal de manipulación incorporando al Código Penal el artículo 251-B, cuya estructura no difiere al tipo administrativo, sin embargo, para evitar colisionar con el principio del *non bis in idem*, se ha precisado que para la configuración del tipo penal, se establece que las transacciones manipulativas deben superar las 300 UIT vigentes al momento de la comisión de la infracción o del delito.

4.2 Información privilegiada

El artículo 40 de la LMV define por información privilegiada cualquier información referida a un emisor, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgadas 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. Esta norma ha sido desarrollada al igual que la manipulación del mercado en la Resolución SMV N° 005-2012, en el que se define con mayor amplitud el concepto de información privilegiada, se desarrolla aquellas situaciones que se pueden presentar en el emisor y que *per se* constituyen información privilegiada, como cambios en la unidad de control del emisor, adquisiciones, fusiones u otras formas de reorganización societaria, cambios de directores o gerentes generales y otras informaciones que se detallan en dicho Reglamento.

Como en el caso anterior, nuestra regulación pretende ser predictiva habiendo optado por enumerar situaciones societarias o relacionadas con el emisor que conforme a la calificación del propio emisor deben tener la calidad de información privilegiada o reservada, por tanto deben abstenerse de utilizar la información en beneficio propio o de terceros.

Finalmente, se ha incorporado a la LMV el artículo 251-A al Código Penal en el que se criminaliza el uso indebido de información privilegiada, agravándose la pena si el uso indebido lo realiza un director, funcionario o empleado de una Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradoras de fondos de pensiones, así como de las empresas bancarias, financieras o de seguros.

Resulta importante señalar que esta opción legislativa pretende viabilizar un estándar de prevención/supervisión, basada en la calificación de información relevante, en la elaboración de normas de conducta que tengan “murallas chinas” que son barreras internas de contención de la información y en un comportamiento diligente y de buena fe, mientras que la supervisión estará basada en límites prudenciales (solventía patrimonial) y, finalmente en normas de conducta que vienen a ser un control interno del modo de actuar de los participantes del mercado.

5. Conclusiones

El Mercado de Valores peruano es un mercado regulado que tiene por finalidad proteger la integridad, la transparencia de la información y la protección del inversionista.

¹⁰ Según Jesús Alemany Eguidazu, quien recoge la definición realizada por la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (PDAM), Bruselas, 30.05.2001, en el sentido que el *pumping and dumping* se define en los siguientes términos: “inicio de una actividad diseñada por una persona, o personas que actúan en colaboración, para elevar el precio de un instrumento financiero a un nivel artificialmente alto (inflar los instrumentos financieros en el mercado) para posteriormente vender sus propios instrumentos financieros de forma masiva en el mercado”, Óp. cit. página 229.

El Mercado de Valores es parte fundamental en la dinámica económica de un país, pues genera riqueza para los inversionistas, el Estado recibe ingresos por impuestos, en suma genera recursos y mayores excedentes para aquellos que están en el Mercado de Valores. Sin embargo, también hay que reconocer que aparejado a ello, el Mercado de Valores es un mercado vulnerable a las crisis económicas, pues vale recordar la crisis de 1929, el llamado *crash* bursátil, situaciones que se han producido en 1987, 1997, 2007 y 2008.

La SMV cuenta con las herramientas suficientes a fin de supervisar, inspeccionar y dictar sanciones contra aquellos que contravienen las normas del Mercado de Valores. Esta supervisión se basa en una supervisión prudencial (verificación de solvencia patrimonial, por ejemplo) y en una supervisión de conductas (control del modo de actuar de los directores, gerentes y empleados de los emisores y de los intermediarios).

La misión del regulador es proteger y fomentar el interés público en el Mercado de Valores. Favorecer con ello el bienestar social y el crecimiento económico, permitiendo una eficiente movilización de los recursos financieros, exigiendo el cumplimiento de normas prudenciales.

La regulación tiene por objetivo evitar el riesgo moral, entendido éste como la posibilidad que una persona que tenga información no divulgada al mercado tenga intenciones de comportarse de una manera inapropiada en perjuicio de aquellos inversionistas que no conocen de dicha información o de realizar operaciones que tengan por finalidad manipular el precio o la liquidez de los valores.

Las normas internas de conducta deberán ser una guía permanente en el accionar de los integrantes del Mercado de Valores, incluso de los funcionarios que son parte del regulador, tal como lo menciona IOSCO como principio. Estas exigencias se vuelven más significativas y relevantes, dada la interacción de los distintos mercados como consecuencia de la globalización, así como por la tendencia mundial al crecimiento del ahorro a través del Mercado de Valores, por las políticas agresivas de los intermediarios de captar ahorros del público y por la creación de nuevos instrumentos financieros complejos y sofisticados.

Las normas de conducta reguladas como principios y el Código de Conductas deben buscar afianzar básicamente los controles internos de los propios agentes, convirtiéndose en una norma para que el agente reconozca los límites de su conducta frente

a su cliente y al mercado. Esta forma de regulación como obligaciones normativas mínimas, convierte a las normas de conducta en superlativas y que su observancia permanente hará un mercado más sólido, más confiable, más eficiente y promotor para que otros decidan ser parte del Mercado de Valores.

Finalmente, nada se podrá lograr si es que los que participamos de este mercado, sea desde la óptica del regulador o de los propios supervisados, no actuamos bajo estándares éticos que no solo deben conducir nuestro accionar respecto al Mercado de Valores sino como señala magistralmente Savater cada vez que realizamos una acción "hay que reflexionar sobre lo que uno quiere y fijarse en lo que hace". ☒

6. Referencias bibliográficas

- ALEMANY EGUIDAZU, Jesús. 2002 La manipulación de los mercados de valores. Madrid: Ediciones DIJUSA.
- BARRACHINA, Eduardo. 2011 Derecho del Mercado de Valores. Madrid: Difusión Jurídica.
- FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. 2002 La ética en los mercados de valores, problema crucial de las sociedades y sistemas capitalistas contemporáneos. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A. Directores: JAVIER WENCESLAO IBAÑEZ JIMÉNEZ y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ
- FRANCÉS, Pedro, Ángel BORREGO y Carmen VELAYOS. 2003 Códigos éticos en los negocios – Creación y aplicación en empresas e instituciones. Madrid: Pirámide
- MENÉNDEZ Eduardo J. 2002 Frases y experiencias sobre las Bolsas de Valores. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- MORILLAS JARILLO, María José. 2002 Las Normas de Conducta de los Administradores de las Sociedades de Capital. Madrid: LA LEY.
- PERE KIRCHNER Y SALINAS, Carlos. 1999 La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Valencia: Biblioteca Jurídica Cuatrecasas – Tirant lo Blanch S.L.
- SAVATER, Fernando. 2004 Ética para Amador. Barcelona: Editorial Ariel S.A.
- ZUNZUNEGUI, Fernando. 1997 Derecho del Mercado Financiero. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A.