

Integridad y Manipulación en el Mercado de Valores

José Antonio Payet Puccio
Susan Castillo Loo*

«La información transparente y veraz es el pilar sobre el cual descanza la razón de ser del mercado de valores, al ser una fuente de financiación, vale decir, una oportunidad de captar recursos y, por tanto, un beneficio al fin, que requiere que sea compensado con la exigencia por parte de la regulación para que la información tanto de las empresas participantes como de sus valores ya cotizados, se manifieste de acuerdo a las leyes del mercado, vale decir, de la oferta y la demanda, así, el autor nos muestra, en un recorrido por las principales legislaciones, cómo es regulado el control de dicha información y su incidencia en el precio de los valores.»

Introducción

A diferencia de otros mercados, el mercado de valores presenta especial complejidad e importancia que justifican, tanto desde el punto de vista social como desde el punto de vista económico, que su transparencia sea un objetivo de política pública, un bien que la regulación debe procurar en salvaguarda no sólo de los derechos individuales, sino del interés general.

Los valores mobiliarios, objeto de la negociación en este mercado, son, a diferencia de la mayoría de otros bienes, instrumentos cuyo valor depende («deriva») del valor de otros activos o derechos. Son, en buena cuenta, paquetes de derechos sobre «otras cosas» a los que se atribuye el carácter de bienes para facilitar su circulación. Y esas «otras cosas» son, en la mayoría de los casos, realidades económicas complejas -empresas en marcha, pero también, como sabemos por la experiencia reciente, derechos sobre paquetes crediticios- cuyo valor y situación depende de numerosos factores, muchos de ellos inciertos y difíciles de evaluar. Desde instrumentos tan simples como una acción común o un bono «plain vanilla» hasta el más complejo instrumento estructurado, los valores mobiliarios son todos, en buena cuenta, instrumentos derivados porque su valor no proviene del papel -o registro electrónico- que los incorpora o representa, sino del contenido de derechos (siempre sobre otra cosa) que ese documento o registro contiene.

La representación de los valores mobiliarios, originalmente en títulos físicos y ahora cada vez más

en medios electrónicos de registro, está destinada fundamentalmente a facilitar su transferencia. Además, los elementos de masividad y fungibilidad que caracterizan a los valores mobiliarios están estrechamente relacionados con su negociabilidad en mercados impersonales, en los que pueden concurrir con libertad compradores y vendedores, y en los que puede formarse un precio que represente una señal confiable de valor. Así, la negociabilidad del instrumento en los mercados se convierte en un elemento fundamental. La negociación de los valores permite que el juicio de vendedores y compradores en un mercado libre asigne valor a derechos respecto de empresas y otros patrimonios separados. De esta forma, el mercado de valores se convierte en el mecanismo por excelencia de asignación de recursos en la economía, lanzando a todos los actores económicos, señales que reflejan el juicio de los agentes económicos respecto del valor -el nivel de riesgo y el retorno esperados- de empresas y otros emprendimientos económicos. Por ello, se dice que el mercado de valores -la bolsa- es el termómetro de la economía. Así, se comprende fácilmente la importancia de que ese mercado funcione adecuadamente y que la interacción de vendedores y compradores, en él, lleve a un resultado lo más fiable posible.

Establecer el valor de una acción o un bono presenta especial complejidad debido al carácter derivado de estos bienes. Los valores mobiliarios son «bienes» sólo en sentido jurídico, no en el sentido más real de las cosas. No tienen un valor intrínseco, sino que representan normalmente el derecho a recibir un flujo de ingresos que depende de cosas o actividades

* Los autores son abogados de Payet, Rey, Cauvi.

reales y tangibles (una empresa, un conjunto de activos, etc.). Pero el valor de estos últimos y, por lo tanto, la cuantía y la probabilidad de pago del flujo de ingresos dependen de una serie de elementos inciertos que el inversor carece de medios para conocer.

Lo normal es que el emisor de un valor mobiliario cuente con mucho más información que los inversores potenciales en el título respecto de la rentabilidad y el riesgo esperado del instrumento que aquél emite. Este nivel de asimetría informativa podría por sí mismo justificar algún nivel de regulación. Sin embargo, el elemento fundamental es el papel que cumple el mercado de valores en la asignación de recursos en la economía. Por su importancia central como «centro nervioso de la economía» es esencial que inversores, emisores, compradores y vendedores, cuenten con acceso a la información relevante y puedan adoptar sus decisiones de manera informada, de manera que el juicio colectivo reflejado en los precios corresponda a la mejor predicción de valor posible con base en la información disponible.

Estos factores justifican, de manera universal, el establecimiento de normas que buscan asegurar la transparencia y la integridad del mercado. Ahora bien, estos valores -transparencia e integridad -se manifiestan en dos grandes objetivos establecidos por la regulación del mercado de valores. El primero es la divulgación de información oportuna, veraz y suficiente por parte de los emisores de valores mobiliarios. Esta obligación busca remediar la asimetría informativa existente entre emisores (que poseen y controlan la información sobre sus propios negocios y actividades) y los inversores que les confían sus recursos. El segundo, está relacionado con la proscripción de mecanismos que distorsionen el precio fijado libremente por la oferta y la demanda en el mercado de valores, sea por la diseminación de información falsa o por el uso de mecanismos que busquen influir artificialmente el precio del valor.

La Eficiencia del Mercado de Valores y la Transparencia del Mercado

Un mercado eficiente es el que refleja en el precio de un bien un equilibrio que incorpora el juicio de compradores y vendedores basado en toda la información disponible en un momento dado.¹ En un mercado eficiente, no es posible predecir el movimiento futuro del precio de un bien, dado que por definición éste sólo puede responder a nueva

información que se haga disponible a los agentes económicos en el mercado en cuestión

La denominada hipótesis de la eficiencia del mercado de valores ha sido expuesta por Richard Brealey y Stewart C. Myers quienes señalan que existen tres niveles posibles de eficiencia en un mercado.² Si el mercado es eficiente en el sentido débil, el precio refleja toda la información incorporada en los precios pasados de los valores, lo que implica que toda la información contenida en los precios pasados de un valor sobre precios futuros de éste ya se ha reflejado en el precio actual. A su vez, un mercado es eficiente en el sentido semifuerte si el precio refleja no sólo los precios pasados sino que incorpora, con relativa rapidez, toda la información disponible públicamente. Finalmente, en una forma fuerte de eficiencia del mercado «*los precios reflejan no sólo la información pública sino toda la información que puede ser adquirida por concienzudos análisis fundamentales de la empresa y la economía*».³

La regulación del mercado de valores que establece la obligación de los emisores de revelar en forma oportuna, veraz y suficiente la información relevante para la toma de decisiones por los inversionistas tiene por objeto buscar la mayor eficiencia del mercado. En este sentido, la propia Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV señala que, en un mercado eficiente, la difusión y publicación de información relevante debe ser oportuna y generalizada y reflejarse en el proceso de formación de precios.⁴

Así pues, un mercado eficiente es aquél en el que la interacción de la oferta y la demanda -representada por vendedores y compradores, respectivamente- da como resultado precios que reflejan la información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian y que reaccionan de manera instantánea para reflejar la nueva información, tan pronto como esta está disponible.

¿Cómo se Alcanza la Eficiencia del Mercado?

Gilson y Kraakman señalan que los niveles de eficiencia de un mercado están relacionados con los sistemas de difusión y análisis de la información, de manera que los menores costos de acceder y procesar la información, están asociados con mayores niveles de eficiencia de mercado.⁵

Así pues, resulta lógico sostener, que para alcanzar mayores niveles de eficiencia en el mercado, se hace

1 Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers. Principios de Finanzas Corporativas. Madrid: 1993. McGraw- Hill/ Interamericana de España, S.A. Cuarta Edición. p. 351.

2 Ibid. p. 353.

3 Ibid. p. 353. Citando a Harry Roberts en «Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market». Documento no publicado presentado al Seminario sobre análisis de los Precios de los Títulos, Universidad de Chicago, mayo de 1967.

4 Directiva N° 001-2002-EF/94.20 sobre Integridad, Transparencia y Seguridad en el Mercado de Valores y mecanismo fraudulento y engañoso. p. 2.

5 Gilson y Kraakman. The Mechanisms of Market Efficiency. 70 Va. L. Rev 549 (1984)

necesario crear una regulación que permita, en el ámbito del mercado de valores tanto que la información sobre los valores, se haga disponible a todos los inversionistas en igualdad de condiciones y oportunidades, como que dicha información sea siempre verdadera y oportuna. Esta regulación es uno de los pilares fundamentales de la transparencia del mercado.

Debido a ello, la Gerencia de Asesoría Jurídica de la CONASEV ha señalado que un mercado será transparente en la información, en la medida que sus partícipes cuenten en forma oportuna, completa, veraz, clara y económica, con la información relevante relativa a la emisión, colocación e intermediación, de tal modo que, en igualdad de condiciones y oportunidades, dispongan de la información suficiente para tomar sus decisiones financieras. Asimismo, un mercado será transparente en sus operaciones en la medida que la información sobre la negociación, tanto previa como posterior a la ejecución de las operaciones, se ponga a disposición del público en tiempo real⁶.

Subrayamos, sin embargo, que este objetivo de transparencia - principio de veracidad no está vinculado únicamente a la protección del inversionista individual, sino que busca proteger el interés general en el sentido que las señales que el precio de un valor mobiliario lanza a la economía en general estén basadas en un juicio adecuadamente informado de compradores y vendedores sobre la base de la información disponible, y no en un juicio distorsionado por falta de información o por información falsa.

Y es que la formación de precios originada sobre la base de información falsa o transacciones especulativas, impide que los precios de los valores reflejen sus valores intrínsecos –esto es, lo que realmente valen- generando que el mercado de valores no asigne de manera eficiente los recursos y que los inversionistas no reciban un trato justo y equitativo. Así, la importancia del precio de un valor mobiliario como señal hace que no sólo sea fundamental regular la obligación de informar en el mercado, sino también las prácticas que busquen modificar artificialmente el precio de los valores.

Prácticas que Afectan la Transparencia del Mercado

Con el fin de proteger la transparencia del mercado, la regulación del mercado de valores tanto en el Perú

como a nivel internacional, prohíbe la realización de ciertas transacciones u otras conductas para realizar operaciones que pueden afectar la confianza de los inversores en el mercado de valores (es decir, la integridad del mercado).

Al respecto, la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y Consejo del 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (la «Directiva 2003/6/CE»), señala que el abuso del mercado consiste en operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (que comprende, como se verá más adelante, la diseminación de información falsa y la manipulación de precios). Agrega que el objetivo de la legislación con información falsa y la manipulación del mercado es garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados.

Del mismo modo, las disposiciones antifraude (*antifraud provisions*) detalladas en la sección 10(b) de la Securities Exchange Act de 1934 señalan que es ilegal utilizar o emplear, en relación con la compra o venta de un valor, cualquier conducta manipulativa o mecanismo engañoso en contravención con la regulación que la Securities Exchange Commission pueda establecer como necesaria o apropiada en interés del público o para la protección de los inversionistas⁷. La misma norma hace luego referencia a que las disposiciones promulgadas bajo esta sección 10(b) prohibirán el fraude, la manipulación y el uso de información privilegiada (*Insider Trading*).

En el caso peruano, replicando tanto las disposiciones antifraude establecidas en la Securities Exchange Act de 1934 como la normativa dictada por la Securities Exchange Commission, el Título II de la Ley del Mercado de Valores⁸ («LMV»), no sólo establece, de modo general, que está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, sino que además prohíbe de manera específica, entre otras conductas, la manipulación de precios, el uso de información privilegiada y las prácticas que tengan por objeto inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento.

Así pues, dentro de las prácticas que afectan la transparencia del mercado y la confianza de los inversionistas en éste se encuentran, principalmente, las siguientes: (i) operaciones utilizando información privilegiada, (ii) difusión de información falsa respecto

6 Directiva N° 001-2002-EF/94.20 sobre Integridad, Transparencia y Seguridad en el Mercado de Valores y mecanismo fraudulento y engañoso. p. 1.

7 La versión en inglés de la referida sección señala que es ilegal: «to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».

8 Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, D.S. 93-2002.

a instrumentos financieros, y (iii) transacciones que manipulen el precio de un valor.

(i) Uso de información privilegiada (Insider Trading)

Estas prácticas comprenden las transacciones realizadas por personas vinculadas a la sociedad sobre la base de información cuya divulgación puede influir en el precio pero que no ha sido aún difundida al mercado.

El objeto de prohibir estas operaciones no es sólo velar porque se cumplan los deberes fiduciarios de los administradores de la sociedad respecto a la información a la que tienen acceso en el ejercicio de su cargo, sino además, y principalmente, asegurar que el mercado de valores opere de manera libre y justa, con todos los participantes teniendo el mismo acceso a la información relevante.

En el caso peruano, la LMV establece que las personas que posean información privilegiada, están prohibidas de: (a) revelar o confiar la información a otras personas hasta que ésta se divulgue al mercado; (b) recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada; y (c) hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada. Nótese que la referida norma establece como requisito para que la información califique como reservada -además de los señalados en el párrafo anterior- que ésta provenga del emisor.⁹

Por su parte, la legislación norteamericana ha establecido en la sección 16(b) de la Securities Exchange Act de 1934 que, con el objeto de prevenir el uso injusto de información que pudo haber sido obtenida por el titular de más del 10% de una clase de acciones del emisor, o por un director o funcionario de éste en razón de su relación con el emisor, cualquier ganancia obtenida por dichos sujetos de una compra o venta, o venta y compra de cualquier valor del emisor dentro de un periodo de al menos seis meses deberá quedar en beneficio y ser recuperable por el emisor, independientemente de la intención de tales personas al efectuar dichas transacciones. Esta norma exceptúa de la referida devolución aquellos casos en los que el valor adquirido por los mencionados sujetos fue adquirido de buena fe en el marco de una deuda previamente pactada.¹⁰

Asimismo, la Rule 10b-5, de la referida norma, prohíbe, entre otras cosas, la compra o venta de un valor sobre la base de información relevante no pública, en incumplimiento de un deber de reserva a favor del emisor o del accionista de ese emisor, o de alguna otra persona que sea la fuente de tal información material no pública.

Finalmente, la Directiva 2003/6/CE prohíbe a las personas vinculadas a los emisores, ya sea en razón de su condición de miembro de sus órganos de administración o por su participación en el capital de éste, utilizar la información privilegiada que posean para adquirir, ceder o intentar adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, instrumentos financieros a que se refiere dicha información. Asimismo, se prohíbe a las personas antes mencionadas revelar la información privilegiada a cualquier persona, salvo que ello se haga en el ejercicio normal de su trabajo o el desarrollo de sus funciones, así como recomendar a otra persona que adquiera o ceda instrumentos financieros vinculados con dicha información, basándose en información privilegiada.

(ii) Diseminación de Información falsa

Se considera como un abuso del mercado, o manipulación del mercado, difundir información falsa o engañosa que tenga por efecto engañar a los inversionistas acerca del valor o el volumen de negociación de un instrumento financiero cotizado.

Como es lógico, esta práctica afecta de manera significativa a la eficiencia del mercado pues la información que se brinda al mercado no es verdadera o exacta. Ello origina que las operaciones que sean efectuadas sobre la base de esta información falsa o inexacta no asignen al instrumento financiero su valor real, produciéndose una deficiente asignación de recursos del mercado.

La legislación peruana ha regulado, de modo general, la prohibición de diseminar información falsa o engañosa en el mercado en el inciso (b) del artículo 12 de la LMV, el mismo que prohíbe efectuar transacciones o inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento. De modo específico, la misma LMV impone a las Sociedades Agentes de Bolsa la prohibición de divulgar directa o indirectamente información falsa, tendenciosa o imprecisa sobre operaciones de intermediación en el mercado de valores.

9 El artículo 40 de la LMV incluye dentro del concepto de información privilegiada, la información reservada referida en dicha ley, aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, y aquella referida a las ofertas públicas de adquisición.

10 La versión en inglés de la referida sección señala: *For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months.*

Nótese, además, que con el fin de proteger al mercado y garantizar la correcta asignación de precios, nuestra legislación impone al propio emisor la obligación de aclarar o desmentir cualquier información falsa que, en relación con los instrumentos emitidos por éste, hubiera podido haber sido develada en el mercado. Así, el Reglamento de Hechos De Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones¹¹ señala que, en el caso de que se difunda en el mercado información falsa, inexacta o incompleta respecto de hechos de importancia y otras comunicaciones, los emisores deben aclarar o desmentir esas informaciones, mediante una comunicación presentada oportunamente conforme a lo establecido en el referido Reglamento, sin perjuicio de las responsabilidades a que hubiere lugar.

En el caso norteamericano, la prohibición de diseminar información falsa o engañosa en el mercado de valores se encuentra regulada por la sección 9(a)(4) de la Securities Exchange Act de 1934. Esta sección señala que es ilegal que un negociador o agente, u otra persona vendiendo u ofreciendo en venta, o comprando u ofreciendo comprar un valor, efectúe, respecto a cualquier valor registrado en un mecanismo nacional de negociación -y con la finalidad de inducir a la compra o venta de dicho valor- cualquier declaración que fuera falsa o engañosa en relación con cualquier hecho material, al momento y en las circunstancias bajo las cuales ésta fue realizada, sabiendo o teniendo razonablemente motivos para creer que dicha información era falsa o engañosa.¹²

Finalmente, para el caso europeo, la Directiva 2003/6/CE establece expresamente que constituye manipulación de mercado, la difusión de información a través de los medios de comunicación, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores o noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

(iii) Manipulación del mercado a través de operaciones

La manipulación de precios generalmente involucra un intento de interferir con las operaciones del mercado a través de la negociación de valores. Muchos autores la han definido como una conducta que está dirigida a inducir a la gente a negociar un

valor o forzar su precio a un nivel artificial o que, deliberadamente, interfiere con el libre juego de la oferta y la demanda en el mercado de valores.¹³

Regulación Aplicable a la Manipulación de Precios a través de la Negociación

La prohibición de las prácticas que busquen distorsionar el precio o la cotización de un valor mobiliario tienen por objeto proteger la integridad del mercado, buscando que el precio que refleje éste corresponda efectivamente al juicio libre e informado de compradores y vendedores. Se considera que estas distorsiones no sólo pueden provenir de la falta de información (ausencia de revelación oportuna) o de la divulgación de información falsa o engañosa, sino también de la realización de conductas - fundamentalmente transacciones en el mercado- que causen que el precio o la liquidez del valor que se muestra en un determinado momento en el mercado no sea un adecuado reflejo de la actuación de inversores y emisores, sino de un factor ajeno constituido por la manipulación.

En este tipo de situaciones, el autor de la manipulación busca influir en el precio del valor o el volumen de su negociación, sabiendo que la información a ese respecto lanza una señal a los agentes económicos que, confiando en la integridad del mercado, pueden responder a ella. Con base en esas reacciones, el manipulador puede más adelante modificar su curso de acción y obtener beneficios. Se trata, en el fondo, de una modalidad de fraude o engaño que utiliza los mecanismos de formación de precio en el mercado, afectando claramente la integridad de éste.

Dentro de los tipos más frecuentes de negociación de valores que se consideran como manipulación del mercado se encuentran los siguientes¹⁴:

- *Matched orders*: ocurren cuando una persona adquiere un valor con poco movimiento y, seguidamente, coloca órdenes de compra y venta por dichos valores. Estas órdenes serán, sustancialmente, por el mismo número de valores y el mismo precio. El ánimo de estas operaciones es dar una apariencia de interés en el valor para inducir a otros a comprar éste, atraídos por el aparente incremento en la actividad del valor, y así incrementar el precio de dicho instrumento. El manipulador luego venderá el valor haciendo una ganancia.

11 Resolución CONASEV N° 0107-2002-Ef/94.10.

12 El texto original en inglés de la sección 9(a)(4) de la Exchange Act indica que es ilegal: «If a dealer or broker, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, to make, regarding any security registered on a national securities exchange, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which he knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading.»

13 Ministry of Economic Development. Reform of Securities Trading Law: Volume Two: Market Manipulation Law. Punto 41. www.med.govt.nz.

14 Ibid. Punto 70

Pools: esencialmente comprende el mismo tipo de práctica descrita como *matched orders* pero incluye a un grupo de personas coludidas para generar la actividad artificial del mercado.

Louis Loss describe cómo se efectuaban los *pools* en el mercado norteamericano, antes de la emisión de la Securities Exchange Act, de la siguiente forma: «El grupo primero se asegura una opción para comprar, a un precio más alto que el precio que el mercado indica entonces, un gran bloque de acciones que goza de actual o potencial interés y de una fácilmente controlable demanda flotante. Es tarea del administrador y operador del pool incrementar el precio del mercado por encima del precio de la opción y, si la oferta en el mercado se vuelve constante, esto puede ser alcanzado únicamente con incrementar la demanda. La manera más eficiente de inducir a otros a comprar es tener un record de operaciones favorable que indique a posibles compradores que otros consideran que el instrumento está subvalorado. El administrador abre una serie de cuentas con varios operadores y, fortalecido por el conocimiento de las condiciones de mercado obtenido de los libros de especialistas, ingresa órdenes tanto de compra como de venta, con preponderancia de las primeras, de modo tal que hace subir el precio lentamente con un incremento del volumen de las transacciones. En la forma más cruda de la operación, muchas de estas transacciones serán *washed sales* [ver definición siguiente] en las cuales el operador será tanto comprador como vendedor de la misma acción; en otras, conocidas como *matched orders*, el operador ingresa las órdenes de venta con el conocimiento de que algunos compañeros están, de manera cómplice, ingresando órdenes de compra por el mismo monto de acciones y al mismo precio. Como el precio se incrementa lentamente, un complejo aparato de complicidad se pone en marcha para ayudar a la estimulación de la demanda: los directores de la compañía cuyas acciones vienen siendo manipuladas, quienes podrán ser miembros del pool, emiten declaraciones favorables, pero no totalmente ciertas, respecto a las perspectivas de la compañía; los agentes, también interesados en las operaciones, recomiendan

a clientes comprar el valor; informes de pronósticos y columnistas financieros subsidiados comentan en los diarios respecto al futuro de la compañía; estafadores e impulsores son contratados para diseminar rumores falsos respecto al incremento de ganancias o fusiones inminentes. Como el precio de mercado supera al precio de la opción, el operador ejerce su opción e, incrementa sus ventas sobre compras, descargando cuidadosamente en el público tanto las acciones materia de opción así como aquellas adquiridas en el proceso de incremento de precio. Pero el operador no necesariamente descansa con esta ganancia. Si es capaz de distribuir sus tenencias, él puede efectuar *sell short* [ver definición en este acápite] y la acción, valorizada en un alto nivel no justificable económicamente y privada del soporte del pool, caerá precipitadamente. Como ésta se acercará a su precio normal el pool cubrirá su posición corta [relacionada con el *sell short*], beneficiándose tanto del incremento que fue manipulado como de la inevitable reacción».¹⁵

- *Wash sales*: involucra a una persona que, directa o indirectamente, siendo al mismo tiempo comprador y vendedor del valor, participa en una misma transacción. En este caso no se produce un cambio real en la titularidad del valor. El manipulador realiza una serie de transacciones esperando atraer a otros inversionistas quienes notarán el incremento en el movimiento del valor. El manipulador buscará obtener una ganancia creando pequeñas diferencias de precios en los precios de compra y venta del valor en cuestión.
- *Pumping and dumping*: comprende la creación por una persona de actividad en el movimiento de un valor comprando (o vendiendo) sucesivamente un valor. La intención es que el incremento de la actividad, en el caso de la persona que está comprando, atraiga a otros a comprar y se incremente el precio del valor. En ese momento, quienes organizaron estas operaciones manipulativas buscarán vender el valor al precio incrementado, obteniendo una ganancia.

15 LOSS, Louis, *Fundamentals of Securities Regulation*. 1988: Boston. Little, Brown and Company. P. 844-845. Citando el artículo «Comment, Market Manipulation and the Securities Exchange Act, 46, de Yale Law Journal 624 (1937). El texto original en inglés señala: «The group first secures an option to purchase at a price higher than the then market quotation a large block of a stock which possesses actual or potential market appeal and an easily controllable floating supply. It is the task of the pool manager and operator to raise the market price above the option price, and, if the supply on the market remains constant, this can be accomplished only by increasing the demand. The most effective manner of inducing others to purchase is to have a favorable ticker tape record which indicates to prospective purchasers that others consider the security to be underpriced. The manager opens a number of accounts with various brokers and, fortified by a knowledge of the condition of the market obtained from the book of a specialist, enters both buying and selling orders with a preponderance of the former so that the price is made to rise slowly upon an increasing volume of transactions. In the cruder form of operation many of these transactions will be washed sales in which the operator is both buyer and seller of the same stock; in others known as matched orders he enters orders to sell with the knowledge that some confederate is concomitantly entering orders to purchase the same amount of stock at the same price. As the price slowly rises, a complex publicity apparatus is set into motion to aid the stimulation of demand: The directors of the corporation whose stock is being manipulated, who may be members of the pool, issue favorable, but not wholly true statements concerning the corporation's prospects; brokers, likewise interested in the operations, advise customers, through market letters and customers' men to purchase the stock; subsidized tipster sheets and financial columnists in the daily papers tell glowingly of the corporation's future; «chisellers», «touts», and «wire-pluggers» are employed to disseminate false rumors of increased earnings or impeding mergers. As the market price passes the option price, the operator exercises his option and, increasing his sales over purchases, carefully unloads upon the public the optioned stock as well as that acquired in the process of marking up the price. But the operator does not necessarily rest with this gain. If he is able to distribute his holding, he may sell short, and the stock, priced at an uneconomically high level and bereft of the pool's support, declines precipitately. As it approaches its normal quotation the pool covers its short position, thereby profiting both from the rise which it has engineered and the inevitable reaction.»

- *Marking the close*: significa hacer una compra o venta de un valor cerca al cierre del día de negociación como un mecanismo por alterar el precio de cierre de dicho valor. Un indicador común en este tipo de prácticas es la negociación en pequeños lotes de valores justo antes del cierre de la negociación.
- *Sell short*: estrategia de negociación diseñada para tomar ventaja de una caída en el precio de mercado de una acción que pueda ser anticipada. Para llevar a cabo esta estrategia, una persona toma prestadas acciones de su agente, las vende y usa el dinero que recibe de esa venta como garantía del préstamo hasta que caiga el precio de la acción. Si el precio cae, esta persona recompra las acciones a un precio menor usando la garantía, devuelve las acciones prestadas por su agente, y conserva las acciones adquiridas en exceso¹⁶.

El análisis de la regulación aplicable en el Perú, Estados Unidos y Europa respecto a estas prácticas manipulativas se efectúa a continuación.

Marco Legal en Estados Unidos

En el derecho federal de los Estados Unidos de América, la tipificación de la manipulación en el mercado de valores está contenida en la sección 9(a)(2) de la Securities Exchange Act de 1934. Dicha sección señala que es ilegal «efectuar, solo o con una o más personas, una serie de transacciones con cualquier valor registrado en un sistema norteamericano de negociación de valores creando actual o aparente negociación activa de dicho valor o elevando o depreciando el precio de tal valor, a fin de inducir la compra o venta de dicho valor por terceros».¹⁷

Como se sabe, esta disposición es la inspiradora y fuente de la mayoría de las legislaciones antifraude en el mercado de valores a nivel internacional (incluyendo, como se verá más adelante, al caso peruano).

Esta norma tiene por finalidad sancionar las operaciones que tengan por objeto incrementar o reducir el precio de una acción a fin de inducir a la compra o venta de ésta por terceros. De este modo, para que se produzca el supuesto de hecho tipificado por esta infracción será necesario que confluyan los siguientes elementos: (i) que se produzca una

variación del precio de un valor creada o forzada por una serie de transacciones, y (ii) que dicha variación haya sido forzada con el propósito de generar la compra o venta de dicho valor por terceros.

El primer elemento mencionado es común en las legislaciones antifraude que regulan las operaciones de manipulación del mercado. Así, para que se configure la infracción de manipulación de precios siempre será necesario, en primer término, que, a través de una o más operaciones, se lleve el precio de un valor a un nivel anormal o artificial, ya sea por encima o por debajo del precio que le asignaría el mercado.

Sin embargo, el segundo elemento requerido por la Securities Exchange Act de 1934 para que se configure la infracción materia de análisis, marca una significativa separación de criterios frente a la regulación implementada por varios de los Estados Miembros de la Unión Europea hacia finales del 2004.

En este sentido, creemos conveniente detenernos a analizar con detalle el elemento intencional o volitivo que requiere la legislación norteamericana para poder sancionar la variación artificial del precio de un valor como una conducta manipuladora del mercado.

Para describir la necesidad del elemento intencional ya citado, la doctrina norteamericana ha mencionado que «la pregunta crucial es el propósito por el cual las transacciones son efectuadas. Si la actividad está comprometida con el propósito de inducir la compra o venta de dicho valor por otros, es ilegal».¹⁸ Asimismo, y en relación con el referido elemento, la Corte de Apelaciones del Distrito Circuito de Columbia ha establecido que «(...) en tanto la motivación del inversionista en comprar o vender valores no sea crear una demanda u oferta artificial por el valor, no se habrá establecido la manipulación ilegal del mercado».¹⁹

Por su parte, la Corte del Southern District of New York ha señalado que «si una transacción hubiera sido llevada a cabo con propósitos de inversión o por otras razones económicas, y sin tener en cuenta propósitos manipulativos, entonces no podría sostenerse que ésta [la transacción] está afectando «artificialmente» el precio del valor o inyectando información inexacta en el mercado, principal preocupación respecto a una conducta manipulativa».²⁰

16 <http://www.thefreedictionary.com/sell+short>

17 El texto original en inglés de la sección 9(a)(2) de la Exchange Act indica que es ilegal: «effect, alone or with one or more other persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange creating actual or apparent activity trading in such security or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others».

18 JENNINGS, Richard W, MARSH Harold Jr. y COFFEE, John C. Jr. Securities Regulation. 1992: New York. The Foundation Press, Inc. pag. 617. El texto original en versión inglés señala: «The crucial question is the purpose for which the transactions are effected. If the activity is engaged in for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others, then is unlawful»

19 Corte del Southern District of New York, Caso Securities Exchange Commission vs. Moises Saba Masri y Albert Meyer Sutton. pag. 10. Citando el caso de Chris- Craft Indus., Inc vs. Piper Aircraft Corp., 480 F.2d 341, 383 (S.D.N.Y. 1973). El texto original en versión inglés señala: «(...) so long as the investor's motive in buying or selling a security is not to create an artificial demand for, or supply of, the security, illegal market manipulation is not established»

20 Corte del Southern District of New York en el caso de la Securities Exchange Commission vs. Moises Saba Masri y Albert Meyer Sutton. Pag. 19. El texto original en inglés señala: «(...) if a transaction would have been conducted for investment purposes or other economic reasons, and regardless of

De esta manera, según reafirma la doctrina y las Cortes norteamericanas, no basta con el hecho de que una transacción haya tenido como efecto variar el precio de un valor. Se requiere, para la configuración de la infracción, que dicha transacción haya sido hecha con la finalidad de lograr que los terceros compren o vendan dicho valor.

Nótese que el Congreso Federal, en los documentos preparatorios de la aprobación de la Securities Exchange Act de 1934, indicó expresamente que «*si una persona está simplemente tratando de adquirir un bloque grande de acciones para invertir, o desea disponer de su tenencia, su conocimiento de que, haciendo ello él afectará el precio de mercado [ello] no hace su actuación ilegal. Sus transacciones se vuelven ilegales únicamente cuando éstas son realizadas con el propósito de incrementar o depreciar el precio del mercado*».²¹

Es necesario mencionar que la inclusión del elemento volitivo en la configuración de la infracción también ha tenido críticas por parte de la doctrina de los Estados Unidos. Al respecto, se ha señalado que, en la mayor parte de casos, resulta muy difícil probar la verdadera intención de las personas involucradas en las operaciones materia de investigación, provocando ello que no se impongan sanciones en casos donde no se ha podido demostrar la intención del inversionista de variar artificialmente el precio de un valor²². Sin embargo, las dificultades probatorias no son justificación -a nuestro criterio- para eliminar el elemento intencional en una infracción. El uso de la prueba indiciaria en materia penal -con los requisitos establecidos generalmente a nivel judicial y doctrinal- es un mecanismo adecuado para sancionar cuando existe evidencia suficiente de la intención de manipular.

En tal sentido, la *Securities and Exchange Commission*, teniendo en cuenta que en ocasiones resulta difícil acreditar la intención del autor (o autores) de manipular el precio de un valor, no se aparta del todo del referido criterio subjetivo, aplicando la prueba indiciaria para efectos de acreditar dicha intencionalidad.²³ Así pues, para aquellos casos en los que no existan pruebas que permitan acreditar

de manera fehaciente la intención manipulativa de los autores de operaciones que afectan de manera significativa el precio de un valor, la práctica norteamericana permite que dicha intención sea acreditada mediante uno o más indicios.

Marco Legal en la Unión Europea

En la Unión Europea, la regulación sobre manipulación del mercado ha sido desarrollada por la Directiva 2003/6/CE. Esta Directiva estableció los lineamientos, principios y criterios que regularían las prácticas de abuso del mercado de la Unión Europea y que debían ser implementados por cada uno de los Estados Miembros antes de octubre de 2004²⁴ a fin de uniformizar las regulaciones que sobre dicha materia mantenía cada uno.

De acuerdo con la Directiva 2003/6/CE, la manipulación de mercado incluye (además de las transacciones con información falsa ya mencionadas en este artículo), aquellas transacciones u órdenes para realizar operaciones:«

- (i) que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de instrumentos financieros; o,
- (ii) que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial,

a menos que la persona que hubiese efectuado las transacciones o emitido las órdenes para realizar operaciones, demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas del mercado aceptadas en el mercado regulado del que se trate».

Señala la misma Directiva que las referidas infracciones no incluirán a las operaciones con acciones propias en programas de recompra ni a la estabilización de instrumentos financieros.

Como se desprende de esta definición -y al igual que en el caso americano ya detallado (y en el peruano, según se desarrollará más adelante)- la

manipulative purpose, then it can no longer be said that it is «artificially» affecting the price of the security or injecting inaccurate information into the market, which is the principal concern about manipulative conduct. See Ernst & Ernst, 425 U.S. at 198».

21 Ibid. pag. 11. Citando el H.R. REP. NO. 1383, 73RD Cong., 2d Sess. 20 (1934). El texto original en inglés señala: «*if a person is merely trying to acquire a large block of stock for investment, or desires to dispose of his holdings, his knowledge that in doing so he will affect the market price does not make his action unlawful. His transactions become unlawful only when they are made for the purpose of raising or depressing the market price*»

22 JENNINGS, Richard W, MARSH Harold Jr. y COFFEE, John C. Jr. Op cit. pag. 618. El texto original en versión inglés señala: «*The Shearson, Hammill case presents an almost classic illustration of market manipulation (...). There was of course no proof that the market activities of the Los Angeles office of Shearson, Hammill were undertaken for that purpose (...). (...) the Commission did not charge simple market manipulation in that case, (...) and it has in fact brought almost no cases under Section 9 (...). This is probably a sound conservation of energy in cases where (...) it is understood that the Commission staff feel that the proof of purpose or intent under Section 9 is «too difficult.»*

23 Resolución Federal Corp., 25 SEC 227, 230 (1947) citada por LOSS, Louis. Op cit. pag. 855. El texto original en versión inglés señala: «*Since it is impossible to probe into the depths of a man's mind, the Commission has said, «it is necessary in the usual case (that is, absent an admission) that the finding of manipulative purpose be based on inferences drawn from circumstantial evidence»*

24 De acuerdo con el artículo 18 de la Directiva, los Estados Miembros debían poner en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la Directiva a más tardar el 12 de octubre de 2004.

regulación europea tiene como principal objetivo sancionar aquellas operaciones -u órdenes para realizar operaciones- que creen en el mercado una imagen falsa respecto al precio de un instrumento o que lleven el precio de un valor a un nivel artificial.

Ahora bien, pese a que, como objetivo principal, esta disposición busca sancionar el mismo tipo de conductas prohibidas en Estados Unidos y en el Perú, la Directiva 2003/6/CE se aparta significativamente del criterio subjetivo de «la intencionalidad» como elemento fundamental para determinar si se ha incurrido o no en el tipo de manipulación del mercado, recogido en las referidas legislaciones. Así, según menciona David C. Donald, en la regulación europea sobre manipulación de precios «*no hay un elemento falso o ficticio: es simplemente un tipo de operaciones de «señales», y la semántica contenida en sus señales es falsa o engañosa*»²⁵.

En este sentido, ante la ausencia del requisito de un elemento volitivo en la conducta infractora, la regulación europea desarrolla a través de la Directiva 2003/124/CE de 22 de diciembre de 2003, una serie de factores objetivos que deben ser tomados en cuenta para determinar si existió manipulación en un caso determinado.²⁶ Dentro de los referidos factores se incluyen, entre otros, los siguientes cuestionamientos respecto a las operaciones u órdenes sospechosas:

- Si representan una porción significativa del volumen diario de operaciones relacionadas con el instrumento financiero pertinente, en el mercado correspondiente,
- Si han sido realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en el instrumento financiero pertinente y si causan una variación significativa en el precio de dicho instrumento o del activo subyacente,
- Si no producen un cambio en el propietario del instrumento financiero (*wash outs*),
- Si se concretan en un periodo de tiempo corto en la sesión y producen un cambio de precios que se invierte posteriormente,
- Si se realizan en el momento específico, o en torno a él, en que se calculan los precios de referencia, los precios de liquidación y las valoraciones, y producen cambios en los precios que tienen repercusión en dichos precios y valoraciones.

En opinión de algunos autores, estos criterios objetivos permiten eliminar del todo el elemento litigioso al momento de sancionar eventuales

conductas manipuladoras -relacionado con la necesidad de probar si la manipulación tuvo por objeto inducir a otros a comprar o vender- consiguiendo que el principal beneficiario de esta regulación sea el mercado y su eficiencia (más allá de si se vio afectado algún inversionista en particular).

Otro elemento que marca la diferencia en la regulación europea respecto a lo establecido por la legislación norteamericana, y que ha sido materia de debate en los principales Estados Miembros de la Unión Europea, es la posibilidad de que la disposición sobre manipulación de mercado no sea aplicable en los casos en los que la persona que hubiese efectuado las transacciones, o emitido las órdenes para realizar operaciones, demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas del mercado aceptadas en el mercado regulado del que se trate.

Al respecto, la Directiva señala, sin dar mayor detalle, que deberán entenderse como prácticas de mercado aceptadas aquellas que pueden esperarse razonablemente en uno o más mercados financieros y que están aceptadas por la autoridad competente del Estado Miembro correspondiente.

Ahora bien, definido el marco regulatorio implementado en la Unión Europea, resulta interesante ver su aplicación práctica a uno de los principales casos de manipulación de precios que afectó a varios países de la Unión Europea, entre los que se encuentran Alemania, Inglaterra, Italia y Francia.

A las 10:00 del 2 de agosto de 2004, Citigroup inicia la compra de contratos de futuros en la bolsa Eurex, haciendo subir el precio de los bonos emitidos por varios gobiernos europeos. A las 11:29 a.m. Citigroup envía al Euro MTS- sistema electrónico de negociación europeo de bonos con sede en Londres- órdenes de venta de los referidos bonos por un valor total de 83 billones de euros, llegando a vender tan solo 12.4 millones de euros. Horas más tarde, cuando el precio de los bonos había caído a causa de la avalancha de órdenes de venta, Citibank recompra del mercado alrededor de 3.8 millones de euros, a precio de saldo, haciendo una ganancia estimada total de 15 millones de euros.

Aplicando los criterios incluidos en la Directiva 2003/124/CE, parecería fácil concluir que la actuación de Citigroup en el mencionado caso sí constituyó una manipulación del mercado. Así, analizando los elementos de las referidas operaciones se tiene que:²⁷

- (i) Citigroup es un de las instituciones financieras más grandes del mundo y sus ventas por 12.4 millones de euros en bonos de los gobiernos

25 DONALD, David C. Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex and MTS Platforms. *German Law Journal*. p.665

26 La Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 que tuvo por objeto establecer ciertas pautas a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado.

27 DONALD, David C. Op cit. p. 659.

Europeos produjeron que el precio del mercado de éstos cayera alrededor de 15 centavos en cuestión de minutos,

- (ii) la operación de venta de los bonos efectuada por Citigroup representó alrededor del 42% del volumen diario negociado en la plataforma del MTS el 2 de agosto,
- (iii) Citigroup dejó de vender para iniciar compras en cuestión de pocas horas, y,
- (iv) Citigroup ganó al menos 15 millones de euros cuando el precio subió nuevamente luego de recuperarse del impacto de la avalancha de ventas iniciada por Citigroup.

Lo particular del caso es que, toda vez que los criterios establecidos en la Directiva 2003/124/CE no fueron implementados en los países afectados sino hasta octubre de 2004, el análisis antes efectuado no pudo ser aplicado al caso por las autoridades de los países afectados. Por tal motivo, la mayoría de dichos países tuvieron que abstenerse de sancionar a Citigroup por las operaciones antes detalladas.²⁸

A modo de ejemplo, resulta interesante mencionar el caso alemán, país cuya *Securities Trading Act* vigente en aquel entonces prohibía «emplear cualquier práctica engañosa con el fin de influenciar la negociación o el precio de mercado de un activo financiero o el precio de un activo financiero en un mercado organizado». Como en el caso norteamericano, las palabras «con el fin de» (traducido al alemán como «um») establecían como requisito que la conducta manipuladora hubiera sido realizada con intención de influenciar al mercado.

Teniendo en cuenta ello, la oficina del fiscal en Frankfurt tuvo que desistir de la investigación iniciada en contra de Citigroup, reconociendo que las operaciones efectuadas no violaban reglas entonces vigentes.

Es importante destacar que la legislación de la Unión Europea en esta materia adopta, a nuestro criterio, una posición cuestionable, en el sentido que, por dificultades probatorias, prefiere «objetivar» una infracción que por su naturaleza debe contener necesariamente un elemento intencional. Dependiendo de la liquidez y profundidad del mercado, una determinada operación (o un conjunto de operaciones) puede tener el efecto de generar un movimiento inusitado o incluso «artificial» en el precio. Sin embargo, el sólo hecho de que la realización de tales operaciones por parte de un

agente económico pueda tener el efecto indicado – incluso si tal efecto puede ser conocido por el agente – no constituye, a nuestro criterio, un elemento suficiente para volver a dicha conducta prohibida y sancionable.

Marco Legal peruano

En el Perú, la regulación sobre manipulación de precios se encuentra detallada en el artículo 12 de la LMV. De acuerdo con el referido artículo, se encuentra prohibido «efectuar transacciones con valores con el objeto de haber variar artificialmente los precios, sin perjuicio de lo establecido en el literal f) del artículo 194».

Antes de entrar al análisis del tipo de la referida infracción es importante destacar que, en concordancia con lo señalado en los artículos 12 y 194 de la LMV, y de modo similar al caso europeo, esta prohibición no aplica a las sociedades agentes de bolsa cuando promuevan el lanzamiento de valores públicos y privados y faciliten su colocación, en cuyo caso éstas podrán estabilizar temporalmente sus precios o favorecer las condiciones de liquidez de tales valores, siempre que medie acuerdo previo con el emisor u ofertante y sujeto a las disposiciones que dicte la Comisión nacional Supervisora de Empresas y Valores-CONASEV.

Ahora bien, según se desprende de la LMV, el tipo de infracción materia de análisis señala que, para que se configure la manipulación de precios, las transacciones con valores deben de haber sido realizadas con el propósito de hacer variar artificialmente los precios de dicho valor. Es decir, es necesario que haya una intención por parte de las personas que efectúan la transacción de hacer variar de modo artificial el precio del instrumento.

En este punto, el lector ya habrá podido notar que nuestra regulación antifraude en el mercado de valores recoge, en relación con esta infracción, el principal criterio establecido por la sección 9(a)(2) de la Securities Exchange Act de 1934: la intencionalidad del autor (o de los autores).

Al respecto es preciso señalar que la necesidad del referido elemento intencional ha sido también confirmada por la Gerencia de Asesoría Jurídica de la CONASEV en la Directiva N° 001-2002-EF/94.20 sobre Integridad, Transparencia y Seguridad en el Mercado de Valores y mecanismo fraudulento y engañoso. De acuerdo con dicha Directiva, en relación con lo señalado en el artículo 12 de la LMV «la aplicación de la sanción requiere la presencia de un elemento volitivo

28 La principal sanción recibida por Citigroup como consecuencia de las operaciones analizadas en el presente artículo fue impuesta por la Autoridad de Servicios Financieros (*Financial Services Authority*) británica quien determinó que Citigroup debía pagar 21 millones de euros por fallas en el control interno que no consideraron los riesgos de las operaciones efectuadas por sus operadores. De dicho importe, 6 millones de euros correspondieron a una multa y el resto correspondió a la restitución de lo que, se calcula, ganó Citigroup con la operación.

en el infractor, por lo que corresponde verificar la responsabilidad subjetiva, es decir, analizar en cada caso en particular si la responsabilidad se funda en dolo o culpa inexcusable»

Así pues, al igual que en el caso norteamericano, en nuestro sistema jurídico es también requisito indispensable para poder aplicar las sanciones correspondientes a la infracción de manipulación de precios, que se acredite la intención manipulativa del autor (o autores).

Como en otros ámbitos del derecho administrativo sancionador, en éste resulta aplicable también la prueba indiciaria para acreditar la intención del autor. Para efectos de la aplicación de dicha prueba se deberán tener siempre en cuenta los criterios establecidos por el Tribunal Administrativo de la CONASEV sobre la validez, límites y condiciones de dicha aplicación, los cuales por lo demás, corresponden a los establecidos por la doctrina y por la jurisprudencia constitucional peruana.²⁹

Otro elemento que resulta interesante analizar en relación con lo dispuesto por el artículo 12 de la LMV es el concepto de «variación artificial del precio».

De acuerdo con la definición de la Vigésimo Segunda Edición del Diccionario de la Lengua Española, «artificial» significa, principalmente, «Hecho por mano o arte del hombre» y «No Natural, Falso». Ello quiere decir que para que se configurase el delito de manipulación de precios debe haber existido una conducta que vaya en contra de la normal variación del precio de un valor.

Tomando en cuenta que la variación normal del precio de una acción se fundamenta en la oferta y la demanda, se debería entender que la variación artificial de un precio tendría que comprender una afectación al curso normal de la oferta y la demanda. Al respecto, Narghis Torres ha sostenido que «(…), la manipulación mediante la negociación presupondría la existencia de dos condiciones; (a) que la negociación se haga con la intención de mover el precio de la acción en cierta dirección; (b) que salvo por dicha negociación, no exista otra razón para la variación del precio y la obtención del beneficio económico».³⁰

Así pues, en el caso peruano, para efectos de determinar si se ha incurrido realmente en la infracción de manipulación de precios deberá poder acreditarse de manera fehaciente que (i) la variación del precio del valor no se ha producido como

consecuencia de la interacción de la oferta y la demanda, y, principalmente, (ii) que la intención de las personas que efectuaron las operaciones que modificaron el precio del valor, fue la de variar de manera artificial dicho precio (y no, simplemente, efectuar una inversión que pudiera rendirles un beneficio económico).

A modo de Conclusión

Hemos visto que la transparencia del mercado de valores es un valor que el derecho debe proteger no sólo por razones de justicia a nivel individual sino por motivos de interés general vinculados con la función de señal para la asignación de recursos que el mercado de valores cumple en la economía. La protección de la transparencia o la integridad del mercado está básicamente destinada a garantizar la fiabilidad del precio o cotización como un reflejo del juicio colectivo sobre el valor del activo tangible subyacente a todo valor mobiliario. Esta fiabilidad no supone que el precio sea un reflejo cierto del valor del activo, sino más bien el resultado de un equilibrio de oferta y demanda basado en el libre acceso a la información existente.

La protección del precio de un valor mobiliario como señal en la economía hace necesario que se proscriban también aquellas prácticas que, sin afectar la información disponible en el mercado (pe. falta de revelación veraz, suficiente y oportuna o revelación de información falsa), afecten la integridad del precio, a través de operaciones que causen que dicho precio deje de reflejar una auténtica presión compradora y vendedora, y se vuelva, más bien, en un precio determinado por la presión artificial del manipulador.

Por su naturaleza, la manipulación supone una intención de causar un movimiento artificial en el precio del valor o una impresión falsa de su liquidez. Es una práctica de fraude o engaño, que requiere, como elemento esencial, el dolo, la intención. Si bien, como en muchos casos, el factor volitivo es difícil de probar, en opinión de los autores, ello no debe conducir a eliminar el elemento intencional en la configuración de la infracción. La aplicación de la prueba indiciaria -con todos los requisitos que presupone la necesidad de contar con evidencia suficiente para vencer la presunción constitucional de inocencia- es suficiente en esta área como en otras del derecho penal administrativo para acreditar la responsabilidad del autor .

29 A modo de referencia, recomendamos consultar la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 033-2001-EF/94.12. Nótese que, si bien esta resolución fue posteriormente invalidada por el Directorio de CONASEV, consideramos que ello en nada afecta la pertinencia, actualidad y arreglo a Derecho del razonamiento sobre la prueba indiciaria utilizado en ese caso.

30 TORRES, Narghis. Cuando las apariencias engañan: especulación y manipulación en el mercado de valores. En Themis- Revista de Derecho N° 40. 2000: Lima, p. 164