

Carlos Enrique Arata Delgado(\*)

## CONASEV y protección al inversionista: límites en el **rol del regulador**

“SI SE RECONOCE QUE EL INVERSIONISTA COMO ACCIONISTA MINORITARIO DEBE SER PROTEGIDO POR ACTOS ABUSIVOS DE ADMINISTRADORES Y ACCIONISTAS DE CONTROL, ENTONCES, ¿HASTA DÓNDE ALCANZA EL BRAZO SANCIONADOR Y LA CAPACIDAD REGULATORIA DE CONASEV EN ESTA MATERIA?”.

Hace unos días (semanas o meses para la fecha en que este trabajo se publique) me llamó mucho la atención una nota periodística en la que se afirmaba que la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV- había solicitado a una importante empresa cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (en adelante, “BVL”), corregir el procedimiento de suscripción preferente implementado en el marco de un aumento de capital porque, a criterio del organismo supervisor, dicho procedimiento perjudicaba los intereses de los accionistas minoritarios de la referida empresa, imponiéndoles demasiados requerimientos a fin de que estos puedan ejercer su derecho de suscripción preferente.

Leer la nota hizo que me pregunte ¿cuál es el límite de la protección al inversionista?, ¿cuál es realmente el rol del ente regulador del Mercado de Valores?, ¿cuáles son los límites que tiene en su accionar?, ¿realmente el procedimiento acordado perjudicaba a los accionistas minoritarios? Por eso decidí escribir estas líneas atendiendo a la gentil invitación de esta revista a pesar de haber tenido ya elegido un tema distinto. Y ciertamente el tema que he elegido es controvertido y mi posición, como podrán apreciar, discutible; sin embargo, soy un ferviente creyente de que solo en la medida que el ente regulador entienda que su rol es la protección del inversionista dentro del marco de la ley, permitiendo a los privados actuar dentro del marco de la legalidad y limite su accionar al respeto de tal legalidad; el Mercado de Valores peruano podrá desarrollarse y los agentes podrán ser más innovadores en cuanto a las estructuras de financiamiento e inversión que presentan a quienes participan de este segmento del mercado financiero, ya que solo de dicha manera se podrá tener la predictibilidad que el sistema requiere.

---

(\*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.



Ahora bien, ¿qué ocurrió en este caso? Pues una empresa<sup>(1)</sup> acordó un aumento de capital y, a fin de respetar el derecho de suscripción preferente consagrado en la Ley General de Sociedades, Ley 26887 (en adelante, la “LGS”), estableció que la entrega de los certificados de suscripción preferente se realizaría al titular o a su representante, debiendo acreditar tal situación con su documento de identidad o “poder suficiente”, respectivamente. Asimismo, la Junta de Accionistas de dicha empresa acordó delegar en el Directorio la determinación de los acuerdos complementarios que pudieran requerirse a fin de llevar a cabo el aumento de capital acordado.

Según la información publicada en la nota periodística, los accionistas minoritarios de la referida empresa reclamaron ante CONASEV que el procedimiento establecido por el Directorio

“¿DÓNDE QUEDAN LAS PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO? PUES TENDRÍAN QUE ENCONTRARSE REGLAMENTADAS, SER OBLIGATORIAS Y SU INCUMPLIMIENTO TENDRÍA QUE ESTAR TIPIFICADO POR LA NORMA CORRESPONDIENTE”.

(en virtud a las atribuciones delegadas por la Junta) para acreditar “poderes suficientes” era muy engorroso y costoso, ya que se exigía que los poderes fueran otorgados por Escritura Pública o mediante carta poder con firma legalizada, y que (i) el costo del otorgamiento de poderes podía ser mayor al valor de suscripción de las acciones y (ii) era posible que no se hubieran inscrito los poderes para la fecha en que vencía el plazo para el ejercicio de su derecho de suscripción preferente.

Ante esta situación, CONASEV solicitó al emisor la modificación del procedimiento de suscripción preferente por considerarlo “inusual”, así como la ampliación del plazo de suscripción de acciones en primera rueda. Inclusive, según una nota periodística publicada en el Diario Gestión el 5 de agosto de 2009, una fuente de CONASEV afirmó que “si bien tiene una base legal, en el marco del Mercado de Valores se puede generar un malestar entre los inversionistas porque estos trámites si bien dan por un lado una seguridad al emisor, también le generan mayores costos a los inversionistas, y si alguno tiene una inversión muy pequeña puede verse desincentivado a realizar la suscripción”. Al

(1) Seguramente algún lector informado podría ya haber advertido de qué empresa se trata y, en la medida que no tengo ni directa ni indirectamente interés en conflicto con el caso en particular y que toda la información que sobre el caso emplearé en este artículo es pública, no veo inconveniente en revelar que se trata de Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A. - Siderperú- y el aumento del capital que esta acordó a mediados del año 2009.

## Carlos Arata Delgado

negarse el emisor a cumplir con lo ordenado por CONASEV por considerar que no podía modificarse un acuerdo de Junta y que tales acuerdos cumplieran con lo prescrito en la normativa aplicable, inició una inspección y posteriormente un procedimiento sancionador<sup>(2)</sup>.

Entonces, surge la pregunta ¿un procedimiento legal pero engorroso debe ser modificado con los costos que eso conlleva para el emisor?, ¿era realmente un procedimiento engorroso?, ¿el rol de CONASEV es vigilar procesos engorrosos?, ¿el hecho que sea costoso para los accionistas (todos, minoritarios y mayoritarios), hace que el procedimiento sea ilegal?, ¿no excedió CONASEV su rol y atribuciones en este caso? En función a las preguntas formuladas, el presente trabajo busca delimitar el concepto de protección al inversionista como eje de la regulación del Mercado de Valores y establecer cuál debe ser el rol de CONASEV -al menos a mi parecer- en la búsqueda de sus objetivos. Para dicho efecto, en una primera parte haré una breve descripción de los objetivos de la regulación del Mercado de Valores haciendo énfasis en la protección al inversionista. En una segunda parte analizaré el rol de los entes reguladores del Mercado de Valores y el ejercicio de su potestad sancionadora, para finalmente analizar lo ocurrido en el caso antes mencionado a la luz de las consideraciones anteriores.

### 1. Protección al inversionista y rol del regulador del Mercado de Valores

La Organización Internacional de Comisiones de Valores<sup>(3)</sup>, conocida como IOSCO por sus siglas en inglés, reconoce que son tres los objetivos de la regulación del Mercado de Valores: (i) proteger al inversionista; (ii) asegurar que los mercados sean justos, transparentes y eficientes; y, (iii) reducir del riesgo sistémico. En virtud a estos objetivos se desprenden una serie

de principios que no corresponde detallar en este trabajo, pero que son reconocidos por la propia Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861 según Texto Único Ordenado aprobado mediante Decreto Supremo 093-2002-EF (en adelante, la "LMV"), que en el primer párrafo de su artículo 1 señala que "la finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del Mercado de Valores, así como la adecuada protección del inversionista".

La verdad es que estos objetivos pueden confundirse entre ellos, pues el cumplimiento de uno ayuda al cumplimiento del otro. Todos ellos buscan básicamente lo mismo: proteger al inversionista, pues solo un inversionista protegido confiará en el Mercado de Valores e invertirá en los valores allí ofrecidos, permitiendo su desarrollo ordenado. En efecto, la protección contra el riesgo sistémico lo que busca es controlar a los agentes del mercado (intermediarios, entidades de inversión colectiva, etcétera) a fin de que cuenten con solvencia patrimonial y liquidez que les permita afrontar situaciones difíciles o negativas. Por su parte, los mercados serán eficientes en la medida que estos incorporen de forma ágil la información que existe en el mercado<sup>(4)</sup> sobre los emisores, los valores ofrecidos y el propio mercado donde estos se negocian; los mercados serán transparentes en la medida que los emisores proporcionen información sobre sí mismos y los valores ofrecidos de manera veraz, oportuna y suficiente; y serán justos en la medida que se respete el trato

(2) Cabe mencionar que el procedimiento sancionador fue iniciado -de acuerdo a la información periodística que he podido obtener- por cuanto el acuerdo de Directorio no habría observado los acuerdos de la Junta General de Accionistas y, por lo tanto, la información revelada resultaba ser inexacta.

(3) *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponible en web: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

(4) No corresponde a este trabajo describir las versiones de eficiencia de los Mercados de Valores (fuerte, semifuerte y débil, diferenciadas en función al tipo de información que se refleja en los precios, pública y privada, pública y pasada, respectivamente), bastando con señalar que los mercados son considerados eficientes en la medida que estos incorporen información de los emisores y valores en forma ágil, pues es la información el eje central de los Mercados de Valores.

igualitario que debe existir para todos los inversionistas, lo que involucra igual oportunidad de acceso y eliminación de restricciones irracionales.

Ahora, como apunté anteriormente, estos objetivos en realidad -y particularmente el referido a mercados transparentes, eficientes y justos- tienen como finalidad última la protección al inversionista y ello se debe a las particularidades del Mercado de Valores. Por ello, a continuación analizaré el principio de protección al inversionista a la luz de los que considero “objetivos de la regulación del Mercado de Valores”, siguiendo lo expresado por José Antonio Payet<sup>(5)</sup>.

### 1.1. Protección al inversionista: divulgación de información

Como debe conocer el lector, el Mercado de Valores es un segmento del mercado financiero que se caracteriza por la “desintermediación”, a diferencia de lo que ocurre en el mercado bancario. En efecto, en el mercado bancario los agentes que requieren recursos recurren a los bancos (intermediarios) a fin de tomarlos prestados a cambio del pago de un interés (tasa activa); mientras que los bancos, a su vez, reciben de terceros que tienen recursos en exceso (ahorristas) y que desean obtener un rendimiento (tasa pasiva); siendo la ganancia del banco (*spread*) la diferencia entre la tasa activa y la pasiva.

Para el ahorrista esta alternativa representa un medio seguro para la obtención de un rendimiento a partir de sus excedentes, pues no asume el riesgo del incumplimiento del deudor del banco. Es decir, en caso de incumplimiento del deudor del banco, este (el banco) igual se verá obligado a atender la devolución de los ahorros a los ahorristas cuando estos así lo soliciten. Los ahorristas tienen de esa manera una alternativa altamente segura para sus excedentes, pues la devolución de estos solo está sujeta al riesgo de que el banco sea intervenido y liquidado (y aún en esos casos, si corresponde, contarán con la protección del Fondo de Seguros de Depósitos), siendo el banco quien asume el riesgo del deudor. Así, el ahorrista no tiene que realizar un análisis de la solvencia del prestatario ni le interesa saber a quiénes el banco le presta dinero, solo le interesa poner su dinero en un banco que sea sólido y confiable. El banco se convierte así en un intermediario de los

recursos (dinero) entre el agente superavitario (ahorrista) y el agente deficitario (deudor), asumiendo el riesgo de incumplimiento de este último.

En el Mercado de Valores las cosas no suceden así ya que se elimina al intermediario bancario de manera que los recursos van del agente superavitario al deficitario de manera directa. En efecto, en el Mercado de Valores un agente que requiere recursos para sus proyectos puede obtenerlos directamente de los agentes superavitarios (inversionistas) mediante la colocación de valores (valores mobiliarios). Para ello se dirigen a los inversionistas mediante ofertas públicas o privadas de valores. Ciertamente, si como mencionamos el emisor de los valores se dirige a captar recursos directamente de los inversionistas, estos tienen que hacer un análisis de dicho emisor y su entorno, para lo cual requieren que este le brinde tal información.

Como señalan Cox, Hillam y Langevoort<sup>(6)</sup> “la legislación del Mercado de Valores existe debido a las necesidades únicas de información que tienen los inversionistas. A diferencia de los automóviles u otros bienes tangibles, los valores mobiliarios no son inherentemente valiosos. Su valor proviene solo de los derechos que otorgan a su titular sobre los activos y los ingresos del emisor, o del poder de voto que acompaña dichos derechos. Por tanto, decidir comprar o vender un valor mobiliario requiere información confiable sobre asuntos tales como la condición financiera del emisor, sus productos y mercados, su administración y el ambiente regulatorio y de la competencia. Con esta información, los inversionistas pueden intentar hacer un estimado razonable del valor presente del paquete de derechos que la propiedad de un valor mobiliario confiere”.

(5) PAYET PUCCIO, José Antonio. *El Mercado de Valores y la Protección de los Inversionistas*. En: IUS ET VERITAS, Número 12.

(6) Citado por PAYET PUCCIO, José Antonio en: *Razones para regular el Mercado de Valores*. En: Themis, Número 33. p. 96.

## Carlos Arata Delgado

Así, si un inversionista desea saber qué tasa de interés debe pagar un bono o qué precio debe pagar por una acción, lo que tiene que hacer es un análisis del riesgo asociado al emisor. En el sistema bancario no ocurre ello, es el banco o entidad financiera quien se encarga de realizar dicho análisis en la medida que es el banco y solo el banco quien asume el riesgo del deudor, no el ahorrista. En el Mercado de Valores la relación agente deficitario-agente superavitario es directa; el superavitario entrega sus recursos directamente al deficitario, no existe el intermediario bancario, se le elimina y, consecuentemente, el agente superavitario asume de manera directa el riesgo del deficitario. En razón de ello, el agente superavitario se ve en la necesidad de informarse sobre el emisor. Como dicen los autores citados, los valores mobiliarios no tienen un valor en sí mismo como puede ser un bien tangible; el valor mobiliario tendrá un valor en la medida que confiera determinados derechos y que estos puedan ser efectivamente exigidos y cobrados y, para determinar eso, es necesario informarse (como de hecho hace el banco respecto de sus deudores).

Al tener la propia empresa información sobre sí misma, su administración, competencia y mercado, debe transmitirla a los inversionistas; además que, lógicamente, al requerir esta la captación de recursos, es quien asume el costo de búsqueda y entrega de información (y de hecho, es menos costosa para esta). Entonces, ¿en qué consiste la protección al inversionista? En que este reciba la información de los emisores. Como señala Juan José Martínez, "(...) el objetivo de transparencia requiere que toda la información relevante referida a los valores, la empresa emisora, sus actividades y desempeño sea hecha pública. A mayor información revelada y divulgada (*disclosure*), mayor eficiencia en el Mercado de Valores"<sup>(7)</sup>.

El rol del regulador del Mercado de Valores es justamente preservar esta transparencia, esta divulgación de información a favor de los inversionistas. Solo con ello los Mercados de Valores serán eficientes. En efecto, si como hemos dicho, el inversionista necesita obtener información del emisor y si solo así podrá analizar el riesgo que está asumiendo con su decisión de inversión, entonces solo podremos tener un Mercado de Valores eficiente en la medida que los inversionistas reciban tal

información, pues solo así los recursos de los agentes superavitarios serán destinados a sus usos más eficientes, tomando el inversionista decisiones fundamentadas.

Ahora bien, debe quedar claro que no es rol del regulador vigilar que la información que se entrega sea cierta. Su rol se limita a vigilar que los emisores entreguen la información en forma oportuna y, en algunos casos, completa. Por ello es que, según el segundo párrafo del artículo 13 de la LMV "las personas jurídicas inscritas en el Registro y el emisor de valores inscritos están obligados a presentar la información que la presente ley y otras disposiciones de carácter general establezcan, siendo responsables por la veracidad de dicha información". Asimismo, el artículo 28 de la LMV establece que "el registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de este se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso (...). La importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor".

Sucede que, a fin de poder efectuar una oferta pública de valores mobiliarios, el emisor o el oferente, según corresponda, debe inscribir en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, "RPMV") el valor y, de ser el caso, el correspondiente prospecto informativo. Esta

(7) MARTÍNEZ, Juan José. *Los Objetivos de la Regulación del Mercado de Valores en la Legislación Nacional*. En: Themis, Número 47. p. 236.

inscripción conlleva la obligación de divulgar información en forma veraz, suficiente y oportuna. ¿Cuál es el rol del regulador ahí? Supervisar que los emisores de valores por oferta pública entreguen la información de la manera antes descrita, es decir: (i) veraz, lo que quiere decir no solo que sea real sino que no conduzca a error al inversionista; (ii) suficiente, que no se deben decir verdades a medias ni solo las cosas buenas, debe comunicarse todo aquello que sea considerado hecho de importancia (y un hecho será “importante” en la medida que sea capaz de influir en las decisiones de inversión de un inversionista razonable); y, (iii) oportuna, la información servirá a su propósito de tener mercados eficientes en la medida que sean divulgadas en forma oportuna ya que solo así podrán los inversionistas reaccionar a tiempo. En caso algún emisor incumpla con la divulgación de información bajo estos criterios, el supervisor tendrá como rol la imposición de las sanciones correspondientes.

### 1.2. Protección al inversionista: igualdad y libre acceso al mercado

Otro de los aspectos en los que podemos advertir la protección al inversionista es el principio de igualdad. Por él, todos los inversionistas participantes del Mercado de Valores deben tener igualdad de oportunidades para acceder a la inversión, a los servicios prestados, etcétera. Así como igualdad de trato, todo ello -lógicamente- dentro de determinados límites. Como señala Payet, “el libre acceso al mercado implica también el establecimiento de reglas que garanticen a todos los agentes económicos la posibilidad de participar, en igualdad de condiciones, en las transacciones que se efectúen”<sup>(8)</sup>. Por lo tanto, el regulador debe cumplir con su rol supervisor evitando y sancionando prácticas discriminatorias. Así, por ejemplo, podría sancionar a una sociedad agente de bolsa que no aplica las mismas comisiones a todos sus comitentes, siempre que dichas diferencias se basen únicamente en la condición subjetiva del comitente (podrían haber descuentos por volumen u otro tipo que no involucre una diferencia subjetiva).

### 1.3. Protección al inversionista: sanción a prácticas fraudulentas

Un tercer aspecto que podemos encontrar en la función de protección del inversionista es la imposición de sanciones contra prácticas fraudulentas. En efecto, la historia del

Mercado de Valores está plagada de fraudes realizados por emisores, inversionistas, agentes de intermediación, administradores, auditores, etcétera.

Ciertamente una práctica fraudulenta y un sistema deficiente de supervisión y sanción de las mismas desincentivaría a los inversionistas a fin de que estos participen en el Mercado de Valores. Si un inversionista advierte que impunemente los administradores realizan operaciones con información privilegiada; que los emisores, coludidos con las firmas de auditoría, falsean estados financieros llevándolos a tomar decisiones de inversión equivocadas; que sus agentes de intermediación usan sin autorización y pierden los activos que les fueran entregados, lógicamente decidirá no colocar sus recursos excedentes en el Mercado de Valores sino en alternativas más seguras como el sistema financiero o incluso su propia caja fuerte.

Así, resulta imperativo que los entes reguladores de los Mercados de Valores establezcan mecanismos eficientes para la determinación de existencia de prácticas fraudulentas y, muy especialmente, mecanismos de sanción y solución de controversias que permitan a los inversionistas: (i) advertir que los casos de fraude son aislados en el mercado en el que pretenden colocar sus recursos; y, (ii) que quienes cometen tales actos son sancionados severamente y se establecen mecanismos para recuperar su inversión. Sobre este aspecto, Payet señala que “un adecuado marco regulatorio del Mercado de Valores debe necesariamente incorporar disposiciones que prohíban y sancionen las prácticas fraudulentas. Las razones para prohibir y sancionar el fraude no son solo morales. Las disposiciones sobre transparencia del mercado tienen también una racionalidad

(8) PAYET PUCCIO, José Antonio. *Op. cit.*; p. 72.

## Carlos Arata Delgado

económica. El fraude genera un resultado ineficiente por dos razones. En primer lugar, el fraude hace que los agentes económicos tomen decisiones sobre la base de información incorrecta. Por ello, genera una asignación ineficiente de los recursos. En segundo lugar, el fraude hace que los agentes económicos pierdan fe en el mercado y desconfíen entre ellos mismos, lo que los lleva a realizar costosas investigaciones para asegurarse de la veracidad de la información que se les ha proporcionado. En tal sentido, el fraude contribuye a elevar los costos de transacción<sup>(9)</sup>.

Entonces, el regulador debe, como señalé antes, establecer todos los mecanismos que resulten necesarios para sancionar las prácticas fraudulentas de manera que los inversionistas no pierdan fe en el mercado, no tomen decisiones de inversión sobre la base de información falsa, etcétera, pues ello los ahuyenta del mercado o les hace incurrir en costos adicionales, perdiendo el mercado su eficiencia.

Se ha visto pues que con estos aspectos del principio de protección al inversionista CONASEV lograría sus objetivos consagrados en el artículo 1 de la LMV. En efecto, al obligar a revelar información, proteger la igualdad entre los inversionistas y sancionar prácticas fraudulentas, se obtiene el desarrollo ordenado y transparente del Mercado de Valores.

### **2. Inversionista como accionista minoritario y el rol del regulador del Mercado de Valores**

En el Mercado de Valores la inversión se realiza en títulos de deuda o en títulos de participación. Los primeros están constituidos por bonos, instrumentos de corto plazo, etcétera, que representan un pasivo para la empresa emisora; los segundos son por ejemplo acciones, certificados de participación en fondos mutuos o fondos de inversión, que representan una alícuota en el patrimonio del emisor.

Como se vio anteriormente, el inversionista necesita protección, sin embargo, no se analizó qué inversionista necesita protección. En principio, debería responderse que todos. Y sí, la respuesta es esa. Sin embargo, algunos la requieren más que otros.

Ya apunté que la realización de una oferta pública requiere la inscripción del prospecto informativo y, cuando corresponda, del valor mobiliario materia de la oferta, en el RPMV. Ello con la finalidad de que el emisor de tales valores asuma la obligación de reportar hechos de importancia. No obstante, si hablamos de ofertas públicas es porque también existen las privadas, y solo respecto de las públicas es que se genera esta obligación de revelar información al público en general. No pretendo acá entrar a discutir cuándo una oferta es pública o privada, bastando con decir, en términos generales, que una oferta es privada cuando se entiende que los destinatarios de la misma se encuentran en situación de igualdad para negociar con el emisor los términos de la oferta y cuentan con capacidad para analizar la información relativa a la misma. Es decir, estos inversionistas no asumen mayores costos en obtener la información pues su posición negociadora les permite exigírsela al emisor y luego analizarla por sus propios medios. Estos son los denominados “inversionistas institucionales”.

Entonces, puede decirse que la normativa del Mercado de Valores está dirigida principalmente a proteger a aquellos accionistas distintos a los institucionales. Es por ello que el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobada por Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10 (en adelante, el “ROPP”) tiene algunas disposiciones que apuntan en dicho sentido. Así, el artículo 2 del ROPP establece que “es finalidad del presente Reglamento la tutela de los inversionistas en el mercado público de valores mobiliarios a través de la revelación, en forma veraz, suficiente, oportuna y clara, de toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicancias positivas y negativas de las transacciones que les sean propuestas,

(9) *Ibid.*; p. 75.

con la finalidad de que se encuentren en condiciones de adoptar decisiones libres e informadas respecto de las mismas y que dicha revelación se efectúe del modo más eficiente. Se entiende por mercado público aquél en el que se realizan transacciones con valores a partir de su oferta pública”.

Más adelante, el propio ROPP establece que una oferta es pública cuando esta se dirige al público en general o segmento del público, entendiéndose por este último a aquel que requiere la tutela a que se refiere el artículo 2 antes citado. Así pues, puede concluirse que la regulación del Mercado de Valores busca básicamente proteger al pequeño inversionista y no al inversionista institucional en la medida que se entiende que este cuenta con los medios (y posición negociadora) para exigir información y entender las operaciones propuestas. Y ello es claro, por ejemplo si una AFP solicita a un emisor la entrega de información, este no dudará en hacerlo en la medida que, siendo las AFP las principales inversionistas de nuestro medio, el emisor no puede darse el lujo de perder una importante fuente de financiamiento. El inversionista pequeño no representa dicha fuente (o por lo menos no de manera significativa ni mucho menos), por lo que el emisor no tiene mayores incentivos en atender sus solicitudes de información.

Así las cosas, la regulación del Mercado de Valores se dirige a proteger al inversionista individual y dicha protección se manifiesta básicamente en la obligatoriedad del suministro de información al mercado por parte de los emisores de los valores que en él se negocian.

Ahora bien, debe tenerse presente que el inversionista no es (normalmente) alguien interesado en la gestión de la empresa, sino que se encuentra interesado en recuperar su inversión a través de la percepción de dividendos o la venta de sus valores obteniendo una ganancia. Si bien es cierto lo mencionado anteriormente, no menos cierto es que dicha particularidad del inversionista del Mercado de Valores lo pone también en una situación de desventaja frente a administradores de la empresa y sus accionistas de control, produciéndose así lo que se denominan “problemas de agencia”.

En efecto, los problemas de agencia se presentan cuando una o más personas contratan a un tercero a fin de que lleve a cabo un encargo en su beneficio, sujeto tal accionar a cierto grado de discreción, siendo el primero el principal y el segundo el agente. Jensen y Meckling definen las relaciones de agencia como “(...) el contrato por el cual una o más personas (los principales) contratan a otra persona (el agente) para que preste determinados servicios en su beneficio que involucran la delegación al agente de determinadas facultades para la toma de decisiones”<sup>(10)</sup>.

Es claro que la relación entre accionistas y administradores de una sociedad encaja en esta definición. Al perder el accionista control sobre los administradores, es posible que estos actúen en su propio beneficio en perjuicio del accionista. Por lo tanto, ha resultado necesaria la implementación de mecanismos legales y contractuales que aminoren y corrijan el problema, lo cual se ha implementado en el derecho societario con la denominación de “movimiento de prácticas de buen gobierno corporativo”.

Ahora bien, en la medida que el problema de agencia administradores-accionistas se presenta básicamente en sociedades de accionariado difundido, donde la separación entre propiedad y gestión se encuentra muy marcada, el análisis de los problemas de agencia ha sido realizado desde esa perspectiva. Pero en países como el nuestro, en los que el accionariado se encuentra fuertemente concentrado, el análisis tiene que llevarse a cabo desde una perspectiva distinta. En efecto, en estos casos el accionista mayoritario se confunde con la administración,

(10) JENSEN, Michael C y William H. MECKLING. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. En: *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*. Richard A. Posner y Kenneth E. Scott. Little Brown and Company. Boston, 1980. p. 39.



## Carlos Arata Delgado

a quien puede designar, remover, sustituir e incluso instruirle su accionar mediante la adopción de los acuerdos correspondientes en Junta de Accionistas. Entonces pues, se afirma que el accionista de control se encuentra en la obligación de adoptar acuerdos que respondan al interés de la sociedad -y consecuentemente también al de los accionistas minoritarios- y no a sus propios intereses. Sobre el particular, José Antonio Payet señala que "(...) el accionista minoritario que realiza una inversión pasiva en una sociedad que cuenta con un bloque de control claramente definido, delega la administración de su inversión en el accionista de control, el cual, para estos efectos, resulta prácticamente indistinguible de la administración de la sociedad. El accionista pasivo no invierte para integrarse al grupo de control ni para sustituirlo. Invierte -con vocación de inversionista, no controlador- para obtener una rentabilidad adecuada de su inversión, confiando en la buena gestión a cargo del grupo de control"<sup>(11)</sup>. Y más adelante, "el accionista minoritario es accionista, pero no controla; y, a propósito de este y de su relación con el bloque de control se presentan problemas similares a los que existen en la relación entre accionistas dispersos y administradores en las grandes sociedades de accionariado. Por ello, las soluciones que la legislación de a este conflicto potencial deben ser análogas a las empleadas para resolver el conflicto de intereses entre accionistas dispersos y administradores"<sup>(12)</sup>.

Queda claro entonces que, aunque es el principal aspecto en que se basa la protección al inversionista, la divulgación de información y transparencia no es el único. El inversionista, como accionista minoritario, también debe ser protegido del actuar abusivo y fraudulento por parte de administradores y accionistas de control y, por ello, como mencioné, un rol del regulador es sancionar prácticas fraudulentas.

Ciertamente, la información sirve para que el inversionista pueda adoptar decisiones informadas de inversión, de manera que sepa que el riesgo que está asumiendo con su decisión se limita a su análisis de dicha información y no a otros factores. Sin embargo, un aspecto que va más allá es el comportamiento de determinados agentes del mercado que pueden afectar

las inversiones sin que haya de por medio obligaciones de divulgación de información. Ello genera necesariamente externalidades.

En efecto, si el inversionista común conoce que en cualquier momento un accionista de control o un administrador es capaz de tomar decisiones abusivas en beneficio directo suyo y no en interés de la sociedad, realizar operaciones con información privilegiada, etcétera; va a tener que realizar una evaluación de esas eventualidades, imponiendo sobrecostos a los valores, y tal vez, no asignando sus recursos a sus usos más valiosos o a las mejores inversiones, o incluso, no invirtiendo en el Mercado de Valores del todo. "La protección al inversionista se torna crucial porque, en muchos países, la expropiación a accionistas minoritarios y acreedores por los accionistas de control es extensa. Cuando inversionistas externos financian a la empresa, enfrentan un riesgo, y muchas veces cercano a la certeza, que el retorno de sus inversiones nunca se materializará porque los accionistas de control o administradores se quedarán con ellos (nos referimos a accionistas de control y administradores como *insiders*). El gobierno corporativo es, en sentido amplio, una serie de mecanismos a través del cual los inversionistas externos se protegen contra la expropiación de los *insiders*. La expropiación puede tomar una variedad de formas; en algunos países, los *insiders* simplemente se llevan las utilidades; en otros países, venden el rendimiento o los activos de la empresa que controlan -pero que el inversionista externo ha financiado- a alguna otra entidad que también controlan por debajo de precios de mercado. (...) En otras instancias, la expropiación puede manifestarse como la contratación de miembros de la familia

(11) PAYET PUCCIO, José Antonio. *Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías*. En: Themis. Número 46. p. 83.

(12) *Ibid.*; p. 84.

no calificados en posiciones de administración, o pagando sueldos excesivos a ejecutivos<sup>(13)</sup>.

Así, debe afirmarse que el accionista minoritario debe tener el derecho de ser tratado de la misma manera que el accionista de control. Debe tener medios para evitar que el accionista de control desvíe las utilidades de la empresa por otros medios, debe tener acceso a las Juntas de Accionistas, a los valores que emita la sociedad a fin de mantener su participación, etcétera. Como señala Martínez “el accionista individual en tanto accionista minoritario, debe ser protegido para evitar que los accionistas controladores o sus directores y gerentes obtengan ventajas indebidas a través de transacciones fraudulentas o desleales”. Y más adelante “(...) un rol importante del derecho es evitar que se presenten situaciones de desventaja o abuso del accionista minoritario (inversionista). Ello explica la existencia de normas de protección del inversionista que limitan la discrecionalidad en las decisiones de otros sujetos con interés en la sociedad<sup>(14)</sup>. Y es aquí que se manifiesta ese otro rol del regulador que se mencionó anteriormente, el de sancionar las prácticas fraudulentas, a lo que debería agregarse, prácticas abusivas.

En efecto, no solo deben existir normas que eviten tales prácticas sino que el accionista minoritario debe tener mecanismos para denunciarlas y que sean sancionadas. Por ello, a continuación analizaré cuáles deben ser los alcances de la protección al inversionista como accionista minoritario y el rol que para ello cumple CONASEV.

### **3. Potestad sancionadora, prácticas abusivas y alcance de la protección del accionista minoritario**

Como apunté anteriormente, en mercados con alta concentración accionaria, los costos de agencia se presentan ya no tanto con los administradores sino con los accionistas de control. En efecto, estos pueden tomar decisiones respecto al haber social que en realidad pertenece a todos los accionistas, en contravención de los derechos de estos. Tales acciones,

ciertamente, merecen ser sancionadas pero ¿cuál es el límite?, ¿hasta dónde llega el rol del regulador en la protección del accionista minoritario? Tales preguntas son las que pretendo responder en esta sección.

Como premisa para el análisis, resulta pertinente citar a Payet, quien señala que “(...) no debe perderse de vista que la sociedad anónima es una creación jurídica que sirve para la realización de la actividad empresarial. Allí reside su propósito y utilidad. Es por ello que toda propuesta de reforma debe ser extremadamente cuidadosa de no afectar precisamente ese valor, en busca de proteger otros intereses cuya satisfacción no es el fin primario de la sociedad<sup>(15)</sup>.”

Entonces, surge la pregunta de cómo conjugar el legítimo interés del accionista minoritario a no ser abusado y expropiado por parte de los accionistas de control y administradores, con la consecución del fin de la sociedad. En otras palabras, como señala Payet, resulta necesario proteger al accionista minoritario sin perder de vista la satisfacción del fin de la sociedad. Ciertamente, el accionista minoritario como inversionista ha sido “convocado” por la sociedad (sus accionistas de control y/o administradores) a fin de que coloquen sus recursos en ella, a fin de que esta obtenga el financiamiento requerido para la realización de sus actividades. En tanto apelación a los recursos del público, resulta necesario el establecimiento de medidas de protección a aquellos que confían tales recursos a terceros. Es por ello que se implementan determinadas medidas para la protección de los intereses de los inversionistas; la principal de ellas es, como se señaló, la oportuna divulgación de

(13) LA PORTA, Rafael y otros. *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*. Disponible en web: [http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156006/pillars/pdfs/bib/laporta\\_investor.pdf](http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156006/pillars/pdfs/bib/laporta_investor.pdf). Traducción libre.

(14) MARTÍNEZ, Juan José. *Op. cit.*; pp. 238 y 239.

(15) PAYET PUCCIO, José Antonio. *Empresa, Gobierno y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías*. *Op. cit.*; p. 79.

## Carlos Arata Delgado

información, de manera que los inversionistas se encuentren en capacidad de tomar decisiones de inversión informadas, pudiendo evaluar los riesgos de su inversión en la misma situación (en tanto cantidad y calidad de información) que otros inversionistas.

Sin embargo, siguiendo con lo mismo, a los inversionistas no les interesa invertir en una empresa para que luego los controladores de la misma adopten acuerdos que solo los benefician a ellos, vulnerando sus derechos, y que no sean luego sancionados. No establecer prácticas que sancionen tales acciones solo lograría ahuyentar al pequeño inversionista<sup>(16)</sup>, reduciendo la liquidez y profundidad de nuestro mercado (véase numeral 1.3). Se presentan entonces las prácticas del buen gobierno corporativo como un medio indispensable para mejorar la apreciación de los inversionistas sobre una empresa determinada y, por lo tanto, hacerla más atractiva como alternativa de inversión.

Cualquier inversionista sensato preferirá invertir en una empresa que: (i) cuente con directores independientes, (ii) reporte constante y puntualmente hechos de importancia, (iii) se muestre respetuosa de los derechos de los accionistas minoritarios, etcétera; frente a la posibilidad de invertir en una empresa que: (i) ha recibido sanciones por no reportar información, (ii) no implementa los procedimientos legalmente establecidos para la preservación de los derechos de las minorías, etcétera. Evidentemente, el inversionista también debe encontrarse en situación de analizar estos riesgos y tomar su decisión de inversión en base a ellos.

Justamente por ello, CONASEV exige a los emisores de valores presentar un informe de autoevaluación del cumplimiento de principios de buen gobierno corporativo tanto en la información financiera anual, como cuando un nuevo emisor solicita la inscripción de un valor en el RPMV, siendo un anexo del correspondiente prospecto informativo. Sobre el particular, en los considerandos de la Resolución Gerencia General 096-2003-EF/94.11, CONASEV señaló que "(...) esta Comisión Nacional considera que si bien los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas son de cumplimiento voluntario, resulta importante para los inversionistas el

conocimiento del grado de implementación de los mismos por parte de las sociedades que poseen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, en el sentido que dicho conocimiento puede influir de manera directa en sus decisiones económicas"; y en los considerandos de la Resolución Gerencia General 140-2005-EF/94.11, la Gerencia General de CONASEV señaló que "(...) CONASEV considera necesario modificar el Anexo denominado 'Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas', para que los inversionistas cuenten con mejor información respecto del grado de implementación de prácticas de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades anónimas emisoras de valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, ya que su conocimiento puede influir de manera directa en sus decisiones de inversión".

Y hasta ahí, todo bien. Como señala Tovar, "el primero de los ejes (de actuación del derecho en lo referente al gobierno corporativo) es la regulación estricta del tratamiento de la información corporativa, especialmente en sociedades cotizadas, que no puede regular adecuadamente este asunto mediante contratos con cada accionista inversionista. Aquí no es función de la regulación la de reemplazar a los gestores de la sociedad, mientras que sí lo es el obligar a las sociedades a tener estándares precisos de información que permita a los inversionistas y otros interesados conocer las políticas de la sociedad respecto a los factores claves que hemos reseñado, los hechos relevantes que afectan a la sociedad y el control de la información privilegiada. El énfasis debe ponerse en el tratamiento de la información y los efectos del incumplimiento de las empresas y administradores de los

(16) Y me refiero solo al pequeño inversionista porque, como apunté anteriormente, el inversionista institucional sí se encuentra en una posición negociadora que le permite no solo requerir a la administración del emisor (y sus controladores) la entrega de información y la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo.

estándares establecidos. En esta línea, será necesario que se conozca claramente que tal o cual sociedad es controlada por determinado grupo, explicándose si hay o no mecanismos de control de transacciones con empresas relacionadas o qué reglas gobiernan la relación con el grupo económico al que pertenece. No le corresponde a la regulación decidir el contenido de tales relaciones y sus reglas. Dejemos a los interesados, inversores, acreedores o quienes sean, que tomen sus decisiones sobre la base de tales revelaciones<sup>(17)</sup>.

CONASEV pues, hace (o debería hacer) justamente lo que menciona Tovar: exigir que los emisores de valores inscritos en el RPMV (y quienes se quieran inscribir) divulguen su información sobre gobierno corporativo. Dicha información es un cuestionario en el que se establecen los principios de gobierno corporativo que las empresas deberían cumplir, debiendo cada emisor establecer una clasificación en función a qué tanto se cumple un determinado principio y si este se encuentra regulado en algún documento societario. Sin embargo, CONASEV no obliga a cumplir con tales principios (un emisor podría establecer un grado de cumplimiento igual a “cero” para cada uno de ellos y no ser sancionado) y obviamente no podría sancionar por no cumplirlos. Justamente aquí se llega al punto central. Si se reconoce que el inversionista como accionista minoritario debe ser protegido por actos abusivos de administradores y accionistas de control, entonces, ¿hasta dónde alcanza el brazo sancionador y la capacidad regulatoria de CONASEV en esta materia?

Con cargo a ampliar mis argumentos más adelante, la respuesta debe ser clara: el límite es el establecido por la ley, por lo que los derechos de los accionistas minoritarios se limitan a los derechos contemplados en la ley y demás documentos societarios, entendidos estos por aquellos de obligatorio cumplimiento para los distintos órganos sociales, funcionarios y accionistas.

De conformidad con el artículo 2 de la Ley Orgánica de CONASEV, aprobada por Decreto Ley 26126 (1992), son funciones de CONASEV, entre otras: (i) reglamentar el Mercado de Valores y controlar a las personas naturales y jurídicas que intervienen en dicho mercado; (ii) velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta

formación de los precios en ellos y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos; (iii) supervisar el cumplimiento de la Ley General de Sociedades, Ley 26887 (en adelante, la “LGS”) por las sociedades anónimas abiertas; y, (iv) tipificar las conductas infractoras del Mercado de Valores, mercado de productos y fondos colectivos, así como dictar las respectivas medidas correctivas, cuando corresponda.

¿Dónde quedan las prácticas de buen gobierno corporativo? Pues tendrían que encontrarse reglamentadas, ser obligatorias y su incumplimiento tendría que estar tipificado por la norma correspondiente. Inclusive, el artículo 3 del Reglamento de Sanciones, aprobado mediante Resolución CONASEV 55-2001-EF/94.10 (en adelante, el “Reglamento de Sanciones”) dispone que “constituye infracción todo acto u omisión que afecta la formación adecuada de precios, la igualdad y oportunidad en el acceso a la información, la protección al inversionista, la transparencia en el mercado, el desarrollo ordenado del mercado, y en general todo acto u omisión que transgreda las leyes y normas reglamentarias del Mercado de Valores, del mercado de productos y de la administración del sistema de fondos colectivos.(...) Las respectivas infracciones están tipificadas en los Anexos del presente Reglamento.” Vale decir, a fin de que una conducta sea considerada infracción, se requiere que esta se encuentre tipificada.

Ello guarda relación con lo dispuesto en el inciso 4 del artículo 230 de la Ley del Procedimiento Administrativo General, Ley 27444, por el cual “solo constituyen conductas sancionables administrativamente las infracciones previstas expresamente en normas con rango de ley mediante su tipificación como tales, sin

(17) TOVAR GIL, Javier. *Las Claves del Gobierno Corporativo*. En: Revista de Economía y Derecho. Volumen 5. Número 19. Lima: Sociedad Economía y Derecho - Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. 2008. pp. 56 y 57.

## Carlos Arata Delgado

admitir interpretación extensiva o analogía. Las disposiciones reglamentarias de desarrollo pueden especificar o graduar aquellas dirigidas a identificar las conductas o determinar sanciones, sin constituir nuevas conductas sancionables a las previstas legalmente, salvo los casos en que la ley permita tipificar por vía reglamentaria”.

Por lo tanto, encontrándose autorizada CONASEV a tipificar infracciones vía reglamento, solo se encontrará autorizada a aplicar sanciones cuando dicha conducta esté tipificada como una infracción en el Reglamento de Sanciones. Entonces, esta es la norma que se tiene que analizar a fin de determinar si una “infracción” al gobierno corporativo es sancionable. Sin embargo, expresamente tales principios no lo están, reconociendo inclusive CONASEV su carácter de voluntarios<sup>(18)</sup>. Por lo tanto, ¿qué pasa con ellos? Para responder esa interrogante debe volverse a la base de la protección al inversionista, es decir, la entrega de información, la transparencia. El cumplimiento de principios de gobierno corporativo, como se vio anteriormente, es información relevante para los inversionistas porque al inversionista le interesa colocar sus fondos en empresas que apoyen estas prácticas pues, finalmente, evitan comportamientos abusivos y expropiatorios de su inversión por parte de administradores y accionistas mayoritarios. Por lo tanto, estos deben tener acceso a la misma; sin embargo, ¿qué tan exigibles pueden ser estos principios?

Nuevamente, los principios de gobierno corporativo son preceptos que permiten un comportamiento más transparente de administradores y accionistas de control frente a los inversores externos (tanto acreedores como accionistas minoritarios) que permiten darle un mayor valor a la empresa. Pero finalmente, es una decisión de cada empresa dar ese mayor valor o darlo a través de esos principios o simplemente ignorarlos por completo. Ciertamente un emisor de valores podría comunicar al mercado que no cumple ningún principio, clasificándose con “cero” en el cuestionario de CONASEV y aún así llevar a cabo exitosas operaciones de financiamiento; sin embargo, es claro que un inversionista racional preferirá invertir en una empresa que cumpla tales principios, de manera

que pueda evitar prácticas perjudiciales o abusivas. Sin embargo, al final, no son de obligatorio cumplimiento.

Claro está que toda empresa (o mejor dicho, sus administradores y accionistas) están en la obligación de cumplir con lo dispuesto en la LGS en todas aquellas normas imperativas que contiene, particularmente las referidas a derechos de las minorías. Entonces, ¿bastaría con cumplir lo dispuesto en la LGS? Sí, por supuesto. Sin embargo, si los órganos sociales han acordado pautas adicionales de comportamiento acuerdan su aplicación obligatoria en todos los estamentos de la empresa y divulgan dicha información, aquel inversionista que haya adquirido valores en función a dichos acuerdos adicionales se vería afectado ante un incumplimiento y, por lo tanto, podría exigir las sanciones correspondientes.

Ahora, como señala el artículo 7 de la LMV, CONASEV “(...) está facultada para, cifiéndose a las normas del derecho común y a los principios generales del derecho, interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones legales relativas a las materias que en esta ley se aborda”. Asimismo, con relación a la potestad sancionadora, el artículo 342 de la LMV dispone que “son sujetos pasibles de sanción las personas comprendidas en el ámbito de aplicación de esta Ley, que incurran en infracciones a las disposiciones de la misma y a las disposiciones de carácter general dictadas por CONASEV”.

Si como mencioné anteriormente, los principios de gobierno corporativo no son obligatorios, ¿cómo sancionarlos? En función a todo lo

(18) Ello es reconocido en los considerandos de la Resolución Gerencia General 096-2003-EF/94.11 por la que se impone a las sociedades emisoras la obligación de presentar la autoevaluación en el cumplimiento de principios de gobierno corporativo por primera vez.

señalado, tendrían los principios que ser obligatorios y su incumplimiento que estar tipificado pero no lo están. Así se regresa, otra vez, a la transparencia y obligación de informar. Sobre el particular, el Reglamento de Sanciones dispone que es una infracción muy grave “presentar a CONASEV, a la Bolsa, a la Bolsa de Productos, a la entidad encargada del Mecanismo Centralizado, al inversionista y en general a cualquier otro sujeto del Mercado de Valores o de productos, información inexacta, falsa o tendenciosa; o divulgar dicha información en el mercado”. Por lo tanto, la infracción tendría que encontrarse en incumplir aquello que se informa. Es decir, a fin de que una empresa pueda ser sancionada por una infracción a los principios de gobierno corporativo (evidentemente, siempre que tal infracción no conlleve también una infracción a la LGS, en cuyo caso se estaría hablando de nulidad de acuerdos, responsabilidad de administradores, etcétera, asuntos que no son materia de este trabajo<sup>(19)</sup>) tendría que haber informado la existencia de documentos corporativos (reglamentos internos, normas de conducta, etcétera) e incumplirlos, o informar que se cumple de una determinada manera cuando en realidad no es así.

Sin embargo, lamentablemente, en mi opinión, CONASEV ha excedido sus atribuciones reguladoras y sancionadoras en muchos casos. Justamente el ejemplo que describía en las primeras líneas de este trabajo es un ejemplo de ello. Ése y otro caso espero poder analizar brevemente a continuación.

Sobre la protección al inversionista, Martínez señala que “(...) un rol importante del derecho es evitar que se presenten situaciones de desventaja o abuso del accionista minoritarios (inversionista). Ello explica la existencia de normas de protección del inversionista, que limitan la discrecionalidad en las decisiones de otros sujetos con interés en la sociedad”<sup>(20)</sup>. Y ello es cierto hasta un determinado punto. Como se comentó anteriormente, en aras de la protección al accionista minoritario y en interés del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo, la regulación o el regulador no debe entrar a tallar en las decisiones empresariales ni imponer comportamientos que, finalmente, son voluntarios en la medida que cada quien desee darle mayor valor a su empresa.

Sobre el particular, Tovar dice lo siguiente: “(...) surgen con fuerza las tentaciones de intervención legal en los asuntos de la sociedad. La opción de usar la ley para imponer modelos de gobierno corporativo con la finalidad de proteger a los accionistas minoritarios y otros grupos de interés está siempre sobre el tapete. Creemos que esta es una propuesta manifiestamente equivocada. No podemos encontrar la solución a los problemas de gobierno corporativo de empresas privadas recurriendo a mecanismos que son la negación misma de su esencia y fuente de sus fortalezas; es decir, la libertad de crear, organizarse, pactar, innovar, en suma, la libertad de desarrollar libremente sus actividades para competir en un mercado determinado”<sup>(21)</sup>.

Ahora, en el caso descrito de Siderperú se había convocado a los accionistas de la empresa para que participen en un aumento de capital ejerciendo su derecho de suscripción preferente. Como conocerá el lector, en los aumentos de capital por nuevos aportes, los accionistas tienen derecho a suscribir las nuevas acciones a prorrata de su participación en el capital social. Este derecho se incorpora en un título denominado “certificado de suscripción preferente”, libremente transferible. En este caso, la Junta General de Accionistas de fecha 8 de julio de 2009 acordó un aumento de capital, disponiendo que para recoger los títulos físicos de los certificados de suscripción preferente “(...) son necesarias las presentaciones de: (i) el documento de identidad del titular o ‘del poder suficiente de su representante’ y el documento de identidad de este último; y, (ii) el certificado de las acciones con derecho a participar en el proceso”. Asimismo, la Junta

(19) En estos casos CONASEV solo podría intervenir si la empresa es una sociedad anónima abierta.

(20) MARTÍNEZ, Juan José. *Op. cit.*; p. 239.

(21) TOVAR GIL, Javier. *Op. cit.*; pp. 55 y 56.

## Carlos Arata Delgado

acordó delegar en el Directorio las facultades necesarias para adoptar aquellos acuerdos que pudieran requerirse en relación al procedimiento de suscripción. CONASEV cuestionó la exigencia de “poder suficiente”, respondiendo la empresa que lo exigido se ajusta a lo dispuesto en la Ley del Notariado y que, por lo tanto, este debía entregarse con carta con firma legalizada, poder fuera de registro y poder por Escritura Pública.

De acuerdo a la nota publicada en el Diario Gestión el 27 de julio de 2009, “el procedimiento es considerado por los inversionistas minoritarios como ‘demasiado engorroso’ ya que, entre otras cosas, exige a los inversionistas acercarse hasta las oficinas de Siderperú, llevando los certificados, llenar formularios especiales, así como presentar poderes debidamente registrados (...). Al respecto, CONASEV ha encontrado que tal situación es “inusual” al procedimiento que utilizan las empresas para el aumento de capital, vía emisión de acciones (...). Explican que la medida de corrección se adopta -CONASEV solicitó que se corrija la situación modificando el procedimiento por uno “usual”- pues el costo que implica realizar poderes puede ser sustancialmente más alto frente al número de acciones que vayan a suscribir (...) Sostienen que lo óptimo sería que los accionistas se acerquen a su Sociedad Agente de Bolsa (SAB) y esta -en representación de todos los accionistas o titulares de valores que tenga como clientes-, pueda pedir a Siderperú la correspondiente suscripción de las acciones”.

Increíble pero cierto. CONASEV, por considerar como óptimo un procedimiento, por considerarlo mejor para los accionistas minoritarios, solicitó a un emisor que modifique un procedimiento lícito. Nuevamente, la protección al inversionista tiene como límite la ley y aquellos acuerdos sociales vinculantes para los distintos órganos de la empresa. CONASEV como regulador no solo no debe, sino que no está legamente autorizada a requerir a las empresas bajo su supervisión que adopten determinados acuerdos sociales o modifiquen los adoptados en tanto estos sean válidos legalmente. Finalmente, es una decisión empresarial.

En este caso en particular, incluso podría decirse que el requerimiento de poderes suficientes es razonable. Puede que inusual, pero razonable es. Sin duda es probable que algún accionista desee hacer la suscripción directamente y no a través de su sociedad agente de bolsa y en estos

casos lo lógico es solicitar poder suficiente. Sin embargo, el asunto no quedó allí. Como mencioné al inicio de este trabajo, CONASEV inició un procedimiento sancionador contra Siderperú. Conforme fue publicado en el mismo diario el 7 de agosto de 2009, se inició tal procedimiento “(...) por difundir información inexacta sobre los requisitos establecidos para la suscripción preferente de acciones para el aumento de capital”, al no haberse atendido a los requerimientos de CONASEV referidos a la rectificación del procedimiento de suscripción de acciones, particularmente la acreditación de poderes suficientes.

¿Información inexacta?, ¿no atender requerimientos de CONASEV? Veamos, Siderperú indicó que cuando se trate de certificados de suscripción preferente físicos, quien suscriba deberá ser el titular o representante con poder suficiente. Cuando se le pidió que aclare, Siderperú indicó que el poder suficiente se acreditaba con cartas con firma legalizada, poder fuera de registro o poder por Escritura Pública. No obstante, para CONASEV eso no fue suficiente y requirió que se modifique el procedimiento a fin de permitir que la suscripción de las acciones materia del aumento de capital pueda realizarse empleando los accionistas a su correspondiente sociedad agente de bolsa.

Independientemente de si las sociedades agentes de bolsa se encuentran autorizadas a llevar a cabo estas operaciones o si esto es una práctica usual en el mercado, la pregunta que tiene que hacerse es: ¿puede CONASEV realizar tal requerimiento?, ¿puede CONASEV solicitar que se modifique un procedimiento lícito por considerar que es muy engorroso para los inversionistas? No, y la respuesta debe ser siempre no.

Como he apuntado anteriormente, la función del regulador debe limitarse a cuidar

el cumplimiento de la ley con el objeto de proteger al inversionista, de manera que este tenga acceso a información veraz, suficiente y oportuna, y evitar prácticas abusivas y fraudulentas. Martínez señala que “(...) los objetivos de la regulación del Mercado de Valores deben estar dirigidos a reducir las desventajas del inversionista individual, a través del aumento del flujo de información. Esto puede lograrse requiriendo de los emisores de los valores (empresas), toda aquella información que sea susceptible de afectar la decisión del inversionista individual”<sup>(22)</sup>. Y más adelante, “el accionista individual en tanto accionista minoritario, debe ser protegido para evitar que los accionistas controladores o sus directores y gerentes obtengan ventajas indebidas a través de transacciones fraudulentas o desleales”<sup>(23)</sup>.

Es bastante claro el tema en mi opinión. Siguiendo a Martínez, debe evitarse que se lleven a cabo prácticas fraudulentas o desleales, es decir, en términos latos, ilícitos. En la medida que un emisor cumpla con sus obligaciones, ¿por qué tendría que ser sancionado?, si los principios de gobierno corporativo son voluntarios ¿por qué un emisor tendría que estar obligado a cumplirlos o ser sancionado por no hacerlo?, ¿acaso los emisores se encuentran obligados a que las decisiones de sus órganos sociales sean las más cómodas para los accionistas minoritarios? Aunque es un comportamiento ideal, la respuesta es no, pues las empresas pueden actuar dentro del marco de la ley.

Aunque la LMV establezca que el fin último de CONASEV es la protección a los inversionistas, no puede exigirle a los emisores actuar más allá de la ley, imponiéndoles obligaciones adicionales. Incluso, si el análisis se hace desde la perspectiva del inversionista, es poco lo que este puede reclamar. En efecto, el inversionista conoce (o debe conocer) la normativa aplicable, conoce sus derechos y las obligaciones aplicables a los emisores; por ello, en la medida que los emisores cumplan tales obligaciones, CONASEV nada puede objetar.

Volviendo al caso en cuestión, CONASEV no tiene autoridad para requerir a un emisor que modifique un procedimiento lícito por el hecho de considerarlo incómodo para los accionistas. Ciertamente, si el motivo del inicio del procedimiento sancionador es que se informó algo distinto a lo acordado en

la Junta de Accionistas, sí cabría una sanción. Sin embargo, esta situación se inicia cuando CONASEV solicita a Siderperú la modificación del procedimiento de aumento de capital por considerarlo muy costoso y complejo para los pequeños inversionistas, incluso reconociendo que se trata de un procedimiento lícito. Esto claramente excede sus atribuciones.

En efecto, los inversionistas fueron oportunamente informados de cómo era el procedimiento de suscripción preferente. El emisor de esta manera cumple con lo dispuesto en la LGS respetando el derecho de suscripción preferente, y cumple con lo dispuesto en la LMV y el Reglamento de Hechos de Importancia (aprobado mediante Resolución CONASEV 107-2002-EF/94.10) comunicando los términos en que dicho derecho va a ser ejercido. Entonces, ¿por qué CONASEV solicitó la modificación del procedimiento? Supuestamente, por defender los “derechos” de los accionistas minoritarios de la empresa en cuestión. Sin embargo, los derechos de los accionistas minoritarios sí estaban siendo protegidos dentro del límite de lo establecido por la ley; si el emisor solicitó poderes suficientes con ciertos requerimientos entiendo que fue para salvaguardar los intereses de la empresa asegurándose la identidad y/o la autoridad de los representantes. Pero bajo ninguna circunstancia puede afirmarse que el emisor incumplió alguna obligación legal y que consecuentemente deba ser sancionado.

¿Y qué sucede con la aplicación de los principios de buen gobierno corporativo? Como afirmé anteriormente, estos son principios que cada emisor aplicará voluntariamente, y la exigencia de CONASEV es que cada emisor anualmente lleve a cabo una autoevaluación sobre la aplicación de tales principios y que lo

(22) MARTÍNEZ, Juan José. *Op. cit.*; pp. 237 y 238.

(23) *Ibid.*; p. 238.



## Carlos Arata Delgado

propio lo haga cada nuevo emisor cuando desea inscribir sus valores en el Registro Público del Mercado de Valores.

Pero ¿qué puede hacer CONASEV si no está de acuerdo con la autoevaluación practicada? Por ejemplo, el principio I.C.2<sup>(24)</sup> dispone que “los accionistas deben contar con la oportunidad de introducir puntos a debatir, dentro de un límite razonable, en la agenda de las Juntas Generales.” ¿Qué sucede si el procedimiento no se encuentra regulado en algún documento societario o si el emisor no ha recibido ninguna solicitud de parte de algún accionista minoritario?, ¿debería calificarse con “cero” (mínimo) o con “cuatro” (máximo)?

Pongámoslo como un caso. La empresa X solo regula las relaciones de sus órganos sociales y accionistas a través de su estatuto social y no contempla expresamente la posibilidad de que un accionista solicite la introducción de puntos de agenda en las Juntas de accionistas. Sin embargo, eso no significa que cualquier accionista no pueda solicitarlo y que el Directorio pueda incluir dicho punto en la siguiente convocatoria (claro está, no me estoy refiriendo a la convocatoria a solicitud de accionistas según los artículos 117 y 255 de la LGS). Entonces, ¿tendría dicho emisor que calificarse con “cero”? Pues no. Si un accionista lo solicita y la solicitud es atendida, la clasificación debe ser de “cuatro”; si ningún accionista lo hace, también debería ser de “cuatro”. Ciertamente, si un accionista presenta una solicitud en dicho sentido y esta no es atendida, la clasificación no podría ser de “cuatro”, sino, por el contrario, de “cero”.

¿Y hasta dónde llega el rol de CONASEV en la supervisión de esta autoevaluación? Simplemente a que se señale la información correcta. Como apunté anteriormente, CONASEV reconoce la relevancia del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo en la toma de decisiones de inversión y por eso obliga a informarlos, pero entendiendo que son voluntarios, solo obliga a informar mas no a cumplirlos, por lo que no sanciona el incumplimiento. Entonces, CONASEV podrá intervenir sancionando si: (i) se informó incorrectamente al mercado, pues, tratándose de información relevante, esta debe ser informada de manera oportuna, suficiente y veraz; o, (ii) si, tratándose de una sociedad anónima abierta, esta incumple sus documentos societarios y/o la LGS, pues la Ley Orgánica de CONASEV la autoriza a velar el cumplimiento de

la LGS por parte de las sociedades anónimas abiertas. Así, en el caso anterior, CONASEV no podría sancionar a un emisor por no haber accedido a la solicitud del accionista, pues tal emisor no se encuentra en la obligación legal de atender el pedido; sin embargo, sí podría sancionarlo si es que se califica con un “cuatro”, pues en dicho caso, lo sancionaría por difundir información falsa o inexacta al mercado, pues habiendo tenido oportunidad de cumplirlo, no lo hizo; o, podría sancionarlo si es que alguno de sus documentos societarios establece la obligación de atender tales solicitudes y se trata de una sociedad anónima abierta.

Entonces, nuevamente, se vuelve a la transparencia y la obligación de informar. Como apunté anteriormente, una empresa solo podrá ser sancionada por incumplir un principio de buen gobierno corporativo en la medida que este sea recogido por la ley o por algún documento social, convirtiéndolo en obligatorio o, como se observó en el ejemplo anterior, cuando comunique que ha cumplido algún principio cuando en los hechos se demuestra lo contrario. Estos principios son voluntarios y su implementación depende de la importancia que a ellos cada emisor otorgue y, como decisión empresarial, decida tomar las medidas necesarias para seguirlos.

Y con lo anterior no quiero que el lector interprete que no comparto la importancia y necesidad de implementar los principios de buen gobierno corporativo a fin de desarrollar el Mercado de Valores. Ciertamente la implementación difundida de estos principios -y muy particularmente en bolsas de valores como la Bolsa de Valores de Lima que es básicamente una bolsa accionaria- colaboraría con la confianza del mercado, con el ingreso de nuevos inversionistas, etcétera.

(24) Los principios fueron aprobados mediante Resolución Gerencia General 140- 2005-EF/94.11.

Lo que pretendo -y espero haberlo logrado- es advertir cuál es el verdadero rol que CONASEV debe tener en la protección del inversionista. Su rol está en supervisar la efectiva entrega de información, permitir e incentivar el ingreso de nuevos participantes en el Mercado de Valores en igualdad de condiciones y sancionar las prácticas fraudulentas. Su rol no se encuentra en darle a los inversionistas lo mejor, su rol está en que los inversionistas reciban toda la información necesaria para que estos, libremente, tomen sus decisiones. Si un emisor implementa una estructura para la emisión de un valor, pero esta podría ser mejorada y los inversionistas podrían estar con ello más satisfechos, no es CONASEV quien debe solicitar su modificación; son los propios inversionistas quienes o no adquirirán el valor o “castigarán” su precio o simplemente considerarán lo suficientemente atractivo para adquirirlo sin mayores objeciones.

Si un emisor no cumple con los principios de buen gobierno corporativo, y por el contrario una y otra vez vulnera derechos de accionistas consagrados en dichos principios (derechos no reconocidos por ley), será el mercado quien decida, como en el caso anterior, adquirir o no adquirir los valores de dicho emisor o “castigarlos” en su precio. En el caso de Siderperú, los accionistas -si se consideran realmente afectados- preferirán salir de sus posiciones y adquirir acciones de otra empresa con otras políticas.

Sin embargo, en ninguno de estos casos se les puede sancionar si es que no han incumplido con la ley o sus documentos societarios. La protección al inversionista no puede ni debe ser vista por el regulador como un mecanismo por el que el inversionista deba recibir siempre lo mejor o, como en el caso de Siderperú, lo más cómodo. La protección al inversionista es un principio por el cual el inversionista debe recibir la información necesaria para adoptar decisiones libres que le permitan evaluar los riesgos, y esto en un ambiente de igualdad entre todos (todos tienen el mismo acceso a información y a potenciales inversiones) y en el que se sanciona a quien incumple sus obligaciones legales o contractuales.

#### 4. Conclusiones

En vista del análisis anterior, se puede concluir lo siguiente:

a) La protección al inversionista es el principio rector de la regulación de los mercados de valores, y tal protección

se manifiesta en el cumplimiento de tres objetivos principales: (i) divulgación de información; (ii) igualdad de acceso; y, (iii) sanción de prácticas fraudulentas.

- b) El inversionista al que se dirige la regulación del Mercado de Valores es principalmente el inversionista no institucional ni sofisticado.
- c) Los costos de agencia en sociedades de accionariado concentrado se presentan ya no solo en los administradores de las empresas sino también en los accionistas de control, pudiendo estos también llevar a cabo acciones expropiatorias frente a los demás *stakeholders*.
- d) Los principios de buen gobierno corporativo son una medida que justamente busca evitar tales comportamientos expropiatorios. Sin embargo, a pesar de dar mayor valor a la empresa, son principios de cumplimiento voluntario.
- e) CONASEV reconoce la voluntariedad del cumplimiento de tales principios, por lo que mal podría sancionar su incumplimiento.
- f) Las empresas se encuentran autorizadas a actuar dentro del marco de la ley y, aunque es un comportamiento ideal, no se encuentran en la obligación de hacer las cosas de la forma más cómoda para los accionistas minoritarios.
- g) El rol de CONASEV se debe limitar a velar por el cumplimiento de la ley y la protección del inversionista se circunscribe a dicho marco.
- h) En tal sentido, CONASEV podrá sancionar si un emisor presenta información incorrecta o falsa en la autoevaluación sobre el cumplimiento de los principios de gobierno corporativo justamente por

**Carlos Arata Delgado**

no estar informando de forma veraz al mercado, o cuando, tratándose de una sociedad anónima abierta, incumpla la LGS u otros documentos societarios.

- i) Siguiendo con esa línea, CONASEV no está autorizada a modificar procedimientos societarios si estos se enmarcan en lo prescrito por la ley aun cuando en su opinión tal procedimiento no sea usual o resulte incómodo para el accionista minoritario.



**CEMENTO ANDINO**

**Cemento Andino S.A.**  
**"El Perú Necesita Cemento, Nosotros Producimos El Mejor"**

OFICINA COMERCIAL: Carlos Villarán 508 - Lima 13 - Perú  
TELEFONOS: Ventas: 411-0000 Anexo 2249 • Fax: 470-5220  
E-mail: [ventas@cimentoandino.com.pe](mailto:ventas@cimentoandino.com.pe) Pág. web: [www.cimentoandino.com.pe](http://www.cimentoandino.com.pe)

PEV  
Cemento al Perú

ANDINO  
Cemento al Perú