

El mercado de valores y la protección de los inversionistas ()*

José Antonio Payet

Abogado. Profesor de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

I. FUNCIÓN DEL MERCADO DE VALORES PARA EL INVERSIONISTA.

El término mercado de valores abarca tanto los mercados para la distribución de nuevos valores al público como los mercados para la negociación de valores ya emitidos. El primero es conocido como mercado primario y el segundo como mercado secundario.

Desde el punto de vista individual, el mercado de capitales permite las transferencias de riqueza a través del tiempo. Es simplemente un mercado en el que la gente y las empresas intercambian soles de hoy por soles futuros. De esa forma, el mercado de capitales hace que los patrones de consumo no necesariamente sean iguales que los patrones de ingresos. Uno puede gastar menos de lo que gana en un momento dado invirtiendo la diferencia o puede gastar más de lo que percibe prestándose el faltante⁽¹⁾.

La importancia del mercado de valores en la economía obedece a las diversas funciones que cumple. De un lado, el mercado permite el flujo de capitales hacia las empresas proporcionando financiamiento para el desarrollo de las actividades productivas. Este capi-

tal es suministrado por inversionistas que desean un mecanismo de ahorro y acumulación de capital. A la vez, el mercado primario opera sobre la base de la confianza de los inversionistas en un mercado secundario, que les permita liquidar sus posiciones con facilidad. Es este factor de liquidez el que hace que los fondos recibidos por una empresa a largo plazo no estén inmovilizados por ese mismo plazo para el inversionista que los proporcionó inicialmente, pues éste puede liquidar su posición transfiriendo los valores en el mercado secundario⁽²⁾.

Desde un punto de vista general, el mercado de capitales es el centro nervioso de la economía y el mecanismo para que, a través de los precios, los inversionistas dirijan el capital hacia sus usos más productivos. En este sentido, Joseph E. Stiglitz ha escrito que: «Los mercados financieros esencialmente involucran la asignación de recursos. Pueden ser concebidos como el cerebro del sistema económico, el lugar central de decisión». Por ello, este autor añade que «Si ellos fallan, no sólo se afecta las utilidades del sector, sino que puede dañarse el desempeño general del sistema económico en su conjunto»⁽³⁾. Estas razones justifi-

(*) El presente artículo es una versión adaptada de la conferencia dictada por el autor en el seminario «Derecho Empresarial» organizado por la Revista *Ius et Veritas* en Lima en el mes de noviembre de 1995.

(1) BREALY & MYERS. *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill, Third edition. Pág. 15.

(2) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. «Report of special study of securities markets». Part 1. Págs. 9-19. Citado por: JENNINGS, Richard W. y MARSH, Harold Jr. *Securities regulation, cases and materials*. Sixth edition. The Foundation Press, New York, 1987.

(3) STIGLITZ, Joseph E. *The role of the state in financial markets*, Proceedings of the World Bank Annual Conference on development economics 1993. Washington, D.C., 1994, pág. 23.

can el establecimiento de disposiciones legales que busquen que el mercado opere con eficiencia.

II. LA EFICIENCIA DEL MERCADO DE CAPITALLES.

Por eficiencia del mercado de valores se designa la situación en la que toda la información relevante sobre los valores está disponible a los inversionistas a un bajo costo y se refleja en el precio de los valores. En un mercado donde no existen restricciones al acceso a la información, la competencia entre ofertantes y demandantes, llevará las acciones y otros instrumentos financieros a su verdadero valor. Éste no es, sin embargo, el valor real o valor futuro, pues el futuro es impredecible. Se trata, más bien, de un precio de equilibrio que incorpora toda la información disponible a los inversionistas en un momento determinado en el tiempo reflejando el valor esperado de un instrumento financiero.

Brealy y Myers han observado que: «Si los precios reflejan toda la información disponible, entonces sólo cambiarán cuando se reciba nueva información. Pero, por definición, la nueva información no puede predecirse (pues de lo contrario no sería nueva). Por tanto, el cambio en los precios no puede predecirse. Puesto de otra manera, si los precios de las acciones reflejan ya toda la información que es predecible, entonces los cambios futuros en los precios deben reflejar sólo lo impredecible»⁽⁴⁾.

El concepto de los mercados de valores eficientes fue descubierto casi por casualidad con ocasión de un estudio publicado en 1953. El autor, Maurice Kendall, había intentado descubrir ciclos regulares en el movimiento de los precios de los valores. Sin embargo, luego de analizar cuantiosa información sobre la variación histórica de los precios, no encontró ningún tipo de patrón regular en los movimientos. La conclusión fue que los precios se mueven en un «*random walk*», un paseo casual, en el sentido que el cambio en el precio de un valor en cada ocasión es totalmente independiente del cambio en el precio del mismo valor en los períodos anteriores⁽⁵⁾.

La evidencia indica que los mercados de capitales más desarrollados son eficientes en el sentido que toda la información pública se refleja inmediatamente

en el precio de los valores. Ello no implica que no se pueda obtener ganancias extraordinarias por un período de tiempo sobre la base de información que aún no es accesible para el público. Es más, información estadística respecto de las inversiones realizadas por los administradores de sociedades emisoras en los valores de sus mismas compañías indican que éstos son la única clase de personas que en forma consistente obtiene rentabilidad por encima del promedio⁽⁶⁾. Sin embargo, sí implica que, más tarde o más temprano, la información privilegiada influirá en los precios y, por lo tanto, sus poseedores dejarán de tener esa condición de privilegio.

De otra parte, la información empírica sobre la eficiencia de los mercados de valores está basada en estudios sobre la realidad de los mercados más desarrollados. Queda como un tema pendiente de estudio la determinación del grado de eficiencia de los mercados de valores de países de menor desarrollo.

En todo caso, la denominada hipótesis de la eficiencia de los mercados de capitales constituye un parámetro de referencia para abordar el tema de la reglamentación del mercado y enfatiza la necesidad de tener presente la importancia de la información y los mecanismos que hacen que esa información se incorpore en los precios. A mayor rapidez de reacción de los precios frente a la nueva información, mayor la eficiencia del mercado para la asignación de los recursos. Asimismo, a mayor eficiencia, más justa también la operación del mercado desde el punto de vista de la justicia distributiva, en tanto se reduce la posibilidad de generar transferencias injustificadas de inversionistas ordinarios en favor de inversionistas privilegiados con información que no se ha hecho pública. En consecuencia, el objetivo de la regulación del mercado de valores debiera ser fundamentalmente asegurar que la información relevante sobre los valores y emisores se haga pública lo más rápidamente posible.

III. OBJETIVO DE LA REGULACIÓN.

El debate sobre la filosofía y la finalidad de la regulación del mercado de valores enfrenta a los partidarios de un esquema de libertad con información frente a los partidarios de un régimen de control sobre los aspectos sustanciales de las emisiones de valores. En

(4) BREALY y MYERS. Op. cit., pág. 286.

(5) Loc. cit.

(6) KLEIN, William A. y COFFEE, John C. Business organization and finance. Foundation Press, New York, 1990, págs. 361 y ss.

el primer caso, se considera que compete al Estado garantizar la libertad de elección de los inversionistas, exigiendo únicamente que se proporcione información suficiente, exacta y oportuna. En el segundo caso, se propone que el Estado tenga la responsabilidad de decidir qué valores se pueden ofrecer en el mercado y qué valores no pueden ser vendidos, autorizando únicamente aquellos que se ofrecen «en condiciones justas y equitativas».

La filosofía de la transparencia fue expresada por Louis Brandeis, el inspirador de la legislación norteamericana en materia de valores, a principios de siglo: «La publicidad es justamente encomiada como un remedio para enfermedades sociales e industriales. Se dice que el sol es el mejor desinfectante, la luz eléctrica el policía más eficiente»⁽⁷⁾.

En sentido contrario, William Douglass argumentó poco después de la promulgación de la *Securities Act* de 1933 de los Estados Unidos, en favor de un esquema de control sobre los méritos de las emisiones de valores: «Aquellos que necesitan orientación sobre sus inversiones encontrarán poco consuelo en los balances, contratos y compilaciones de información incluidas en el “*registration statement*”. O carecen del entrenamiento o de la inteligencia para asimilar esa información y encontrarla útil, o están tan preocupados por obtener una ganancia especulativa que la considerarán irrelevante»⁽⁸⁾.

Una filosofía de control sobre aspectos sustanciales de las emisiones de valores implica reemplazar las decisiones de los inversionistas por una decisión de la autoridad gubernamental. En este marco, es análoga a cualquier esquema de planificación centralizada, donde es el Gobierno y no los consumidores, quien decide qué se produce y a qué precio. Por ello, más allá de las discusiones ideológicas, la experiencia internacional y la propia de nuestro país indican claramente que una filosofía de transparencia no sólo es más acorde con principios básicos de libertad sino que también conduce a un resultado más eficiente.

Esta filosofía implica que la regulación del mercado debe regirse por los siguientes principios básicos:

1. Permitir el libre acceso al mercado de inversionistas y emisores.
2. Garantizar el libre acceso a la información relevante a un bajo costo.
3. Sancionar las prácticas fraudulentas.

Estos principios son presupuestos para la operación del mercado. En este marco, al reducir los costos de transacción, facilitar el acceso a la información y sancionar el fraude, la regulación del mercado de valores permitirá que las transacciones se produzcan a precios que reflejen el valor esperado de los instrumentos.

IV. LIBRE ACCESO AL MERCADO.

4.1. Ausencia de restricciones.

El libre acceso al mercado supone que no existan restricciones de carácter legal o administrativo que impidan o limiten la capacidad de los agentes económicos de crear valores, emitirlos y negociarlos. La innovación debe ser una característica de los mercados de valores libres, donde el talento y la creatividad, motivados por un justo afán de lucro, constituyan un instrumento para satisfacer las demandas y expectativas de los inversionistas, asignando el capital de la forma más eficiente.

Por ello, no deben existir limitaciones legales al tipo de instrumentos financieros que pueden emitir y ofrecer las sociedades y otras entidades. En la medida en que esos instrumentos sean adquiridos por inversionistas adecuadamente informados, sabremos que se está atendiendo una demanda real. Un ejemplo ilustrativo es el llamado «*stripping*» de notas del Tesoro de los Estados Unidos. Estos instrumentos contienen cupones de intereses semanales. Los banqueros de inversión separan el componente de intereses del componente de principal, vendiendo cada uno a un inversionista distinto. El inversionista interesado en un flujo regular de ingresos periódicos adquirirá el componente de pago de intereses, mientras que otro interesado en un pago de capital al final de un período adquirirá a descuento el componente de principal. Esta innovación no fue dictada por reglamentación alguna, ni necesitó que se expida una disposición legal para ser viable. Fue simplemente producto de la creatividad de un agente económico sensible a la demanda del mercado y deseoso de obtener una ganancia.

Tampoco debiera existir un mecanismo de «autorización» de los valores a ser ofertados, sea en forma pública o en forma privada. Cada inversionista debe tener derecho a adquirir los instrumentos que desee

(7) BRANDEIS, Louis. *Other people's money and how the bankers use it*. St. Martin's Press, Boston, 1995, pág. 8.

(8) DOUGLASS. «Protecting the investor». En: *23 Yale Rev. (N.S.)* 521. 1934. Citado por: LOSS, Louis. *Fundamentals of securities regulation*. Little Brown and Company, Boston, 1988, pág. 29.

según su mejor conveniencia. En este marco, los procedimientos para el registro de una oferta pública deben ser simples y rápidos, garantizando un alto grado de objetividad a través de la limitación de la discrecionalidad administrativa. El objetivo del registro debiera ser únicamente asegurar que la información relevante sea exacta y se haga pública en forma oportuna y completa.

Ésta es la filosofía que inspira nuestra Ley de Mercado de Valores, cuyo artículo 47 señala: «La inscripción de un valor en el registro sólo está supeditada al cumplimiento de los requisitos fijados en el artículo anterior, sin que corresponda el examen de la situación económico-financiera del emisor ni autorización administrativa previa». Asimismo, el artículo 51 añade: «La inscripción de un valor en el registro no implica certificación sobre su bondad o la solvencia del emisor».

4.2. Igualdad de condiciones.

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.

Un caso importante es el de transferencias de control de sociedades. Las acciones comprenden un complejo de derechos, que pueden clasificarse en derechos políticos y derechos económicos. El pequeño inversionista tiene normalmente interés únicamente en los derechos a percibir dividendos, suscribir nuevas acciones y participar en el patrimonio resultante de la liquidación y no da mayor importancia al derecho de voto, pues el porcentaje insignificante que representan sus acciones respecto del total no le otorga capacidad de influir en la marcha de la sociedad.

Sin embargo, los derechos políticos tienen un valor en la medida que el control de una sociedad es algo por lo cual una persona puede estar dispuesta a pagar un precio en el mercado. Una fuente del valor del control puede ser la posibilidad de optimizar una empresa cuya administración es en algún grado deficiente. Otras hipótesis son la de la liquidación o venta por partes y la de creación de sinergias con una empresa adquirente. Existe también la posibilidad para el grupo de control de obtener ganancias adicionales a través de salarios, contratos y otros beneficios colaterales⁽⁹⁾.

En estos casos, es posible que un adquirente negocie directamente con un grupo de accionistas de

una empresa para adquirir una participación que otorgue control, a un precio por acción mayor que el que estaría dispuesto a pagar por las acciones de los minoritarios. Ese mayor precio es la llamada prima de control. En esta eventualidad, los accionistas mayoritarios habrían percibido íntegramente el valor del control de la sociedad, sin que los minoritarios hubieran podido acceder a ese beneficio.

*“ La llamada obligación de
informar constituye la columna
fundamental de la regulación
del mercado de valores ”*

El sentido de las disposiciones sobre oferta pública de adquisición (OPA) es, precisamente, evitar esta posibilidad poniendo a todos los accionistas en igualdad de condiciones para acceder a la prima que un tercero estaría dispuesto a pagar por acceder al control de la sociedad. Así, el artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores señala que: «la persona natural o jurídica que pretenda adquirir directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones de una sociedad que negocia sus valores en bolsa con el objeto de alcanzar en ella una capacidad decisoria, debe efectuar una oferta pública de adquisición». El Reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición dictado por la Conasev establece que la OPA es obligatoria para cualquier adquisición de más de cinco por ciento del capital que permite obtener una participación que alcance o supere el veinticinco por ciento y en los casos en que mediante una serie de transacciones en un periodo de doce meses se adquiere una participación de veinticinco por ciento o más. La OPA es voluntaria para adquisiciones de diez por ciento o más del capital⁽¹⁰⁾.

De acuerdo con estas normas, el propuesto adquirente debe dirigir al mercado una oferta adecuadamente difundida, señalando el número de acciones que se propone adquirir y el precio y demás condiciones de la operación. Cualquier accionista puede acep-

(9) CLARK, Robert C. Corporate Law. Little Brown and Company, Boston, 1986, págs. 533-545.

(10) La OPA está reglamentada por la Resolución de la Conasev No. 280-94-EF.10.

tar la oferta, entregando sus acciones a la sociedad agente designada. Otros inversionistas pueden también realizar contraofertas, en condiciones más beneficiosas que las de la oferta original, las que pueden, a su vez, ser mejoradas por el oferente original. Finalizado el plazo de la oferta y las contraofertas, se procede a la adjudicación de la que fuera más beneficiosa para los accionistas. En caso de haberse entregado más acciones de las que fueron materia de oferta de adquisición, ésta se adjudica de manera proporcional. De efectuarse una adquisición sin seguir el procedimiento de oferta pública que resulta obligatorio, el adquirente queda suspendido en los derechos inherentes a las acciones y obligado a la venta de éstas en un plazo no mayor a dos meses. Además, los acuerdos que se hubiera adoptado ejerciendo la representación de tales acciones son nulos.

Otra institución que permite a los accionistas minoritarios participar en igualdad de condiciones en las transacciones de mercado es la obligación de emitir certificados de suscripción preferente. Éste es un título representativo del derecho de suscripción que corresponde a cada accionista en los casos de aumento de capital mediante nuevos aportes, que puede ser libremente negociado en bolsa o fuera de ella. El valor de los certificados será la diferencia entre el valor al cual debe efectuarse la suscripción (valor nominal y, en su caso, prima de emisión) y el valor de mercado de la acción. Según la Ley del Mercado de Valores la emisión de estos certificados es obligatoria para todas las sociedades con acciones inscritas en bolsa y permite a los accionistas que no estén en capacidad de suscribir un aumento de capital, beneficiarse con los términos favorables de éste enajenando los certificados de suscripción.

V. ACCESO A LA INFORMACIÓN.

5.1. La obligación de informar.

La legislación sobre el mercado de valores debe obligar a los emisores a proporcionar al público la información necesaria para tomar una decisión adecuada respecto a la inversión en un valor. No se trata meramente de una prohibición de engañar como la que

existe en otros campos del Derecho sino de una obligación de realizar una acción positiva para proporcionar toda la información relevante a los inversionistas.

La necesidad de establecer esta obligación se basa en la naturaleza de «bien público» de la información, que hace que el nivel de información que espontáneamente se proveerá en el mercado no sea el eficiente. Las dos características de un bien público son que el consumo por parte de un individuo no excluye o disminuye el consumo por otros individuos y que es imposible o muy costoso excluir a otros del disfrute del bien⁽¹¹⁾. Por ello, no es posible o es muy dificultoso cobrar por la información a todos los que tengan acceso a ella y estén dispuestos a pagar por adquirirla. Como resultado, el nivel de información que se produzca será inferior al óptimo. Dada esta situación, de no imponerse una obligación legal de informar a la persona con mayor acceso a la información (el emisor), entonces las decisiones de inversión se basarían en un nivel de información menor al óptimo y no conducirían a una asignación eficiente de los recursos.

La llamada obligación de informar constituye la columna fundamental de la regulación del mercado de valores. Tal como la define el artículo 19 de la Ley del Mercado de Valores, ella implica que el emisor tiene «la obligación de informar a la Conasev y a la bolsa respectiva de hechos de importancia sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna».

La información que debe ser revelada es la que se refiere a hechos de importancia. El concepto de hecho de importancia se basa en que no toda la información sobre un valor es útil y relevante para el inversionista, por lo que existe información cuya difusión representaría un costo neto. Es obligatorio únicamente revelar aquella información que jugará un papel importante en la decisión del inversionista. Por ello, el artículo 19 de la Ley del Mercado de Valores señala que: «la importancia de un hecho se mide por el grado de influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor»⁽¹²⁾. En el caso *TSC Industries v. Northway Inc.*, la Corte Suprema de los Estados Unidos indicó que no basta que un hecho «pueda» ser considerado importante en la decisión de

(11) STIGLITZ. Op. cit., pág. 24. Ver también COFFEE. «Market failure and economic case for a mandatory disclosure system». En: 70 Va. L. Rev. 717, 1984.

(12) Mediante Resolución No. 307-95-EF/94.10, la Conasev ha reglamentado la obligación de informar los hechos de importancia estableciendo una relación de acontecimientos que se considera automáticamente como de importancia. Esta enumeración no excluye la obligación de informar sobre otros hechos no enumerados que constituyan hechos de importancia.

inversión para que sea un hecho de importancia. El «pueda», señaló la Corte, sugiere una mera posibilidad, por más que sea improbable. En su lugar, la Corte consideró que un hecho es importante si existe una probabilidad sustancial de que un inversionista razonable lo consideraría importante al decidir su curso de acción⁽¹³⁾. Debe notarse, de otro lado, que la determinación de si un hecho es importante implica un análisis abstracto sobre la importancia de la información para un hipotético inversionista sensato o razonable. No se trata de un análisis sobre la importancia otorgada a la información sobre el inversionista de un caso concreto.

La información debe ser divulgada por el emisor en forma veraz, suficiente y oportuna. La difusión debe ser veraz, por lo que se incumple con la obligación cuando se proporciona información incorrecta, falsa o engañosa. Tampoco se cumple con la obligación de informar cuando se omite algún hecho o dato de importancia. Finalmente, no se cumple con la obligación de informar cuando la información se proporciona en forma tardía. La información debe ser proporcionada al emitir los valores y, posteriormente, en forma periódica y de inmediato cuando se produzcan los hechos de importancia.

Los instrumentos fundamentales para diseminar la información en el caso de la oferta primaria de valores son el registro del valor y el prospecto de emisión. El registro del valor en el Registro Público de Valores e Intermediarios implica suministrar a la Conasev, para su libre acceso por el público, información jurídica, económica y financiera sobre el emisor y el valor que será materia de oferta pública. El prospecto es un documento a ser distribuido a los inversionistas potenciales que debe contener información relevante sobre el valor y el emisor. El artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores señala que: «Es prohibida la venta de valores en proceso de colocación primaria que no esté precedida de la entrega del correspondiente prospecto al potencial suscriptor». En forma periódica, el emisor de valores de oferta pública debe presentar a la Conasev y a las bolsas donde se encuentren inscritos sus valores sus estados financieros en forma trimestral y su memoria y estados financieros anuales. Asimismo, debe informar a la Conasev la modificación de cualquiera de los datos inscritos en el Registro Público de Valores e Intermediarios. Finalmente, debe informar a la bolsa y a la Conasev y difundir la información sobre hechos de importancia.

5.2. Clasificación de riesgo.

La Ley del Mercado de Valores dispone que todo valor que sea materia de oferta pública primaria debe contar con clasificación de riesgo. La clasificación consiste en el proceso de evaluación cuyo resultado expresa una opinión acerca de la calidad de los valores, aunque no una recomendación para comprarlos, venderlos o mantenerlos. La clasificación está a cargo de empresas privadas autorizadas por Conasev. Su resultado debe ser publicado e incluido en el prospecto del valor. La clasificación permite a los inversionistas acceder de manera sencilla y rápida a información respecto de la seguridad de los valores.

5.3. Solicitudes de información.

Es importante también que los accionistas de una sociedad tengan la posibilidad de acceder a información que permanezca en poder de la sociedad. Ello implica poder dirigirse a la administración de la sociedad, exigiendo que se les proporcione la información que requieran para evaluar su inversión.

Este tipo de acceso, siendo totalmente justificado en principio, puede sin embargo causar daños a la sociedad. De una parte, puede convertirse en un mecanismo de hostilización de la administración de la sociedad, a la que se puede enterrar en requerimientos frívolos de información. De otro lado, existe ciertamente la posibilidad de que la divulgación de información confidencial cause un perjuicio a la sociedad y a la generalidad de sus accionistas. En este marco, el artículo 278 de la Ley del Mercado de Valores señala que: «las sociedades anónimas abiertas, siempre que no se trate de asuntos confidenciales, están obligadas a proporcionar en un plazo prudencial los informes y explicaciones que, fuera de Junta General, le soliciten accionistas que representen cuando menos el tres por ciento (3%) del capital pagado. En caso de discrepancia sobre el carácter de una información, resuelve la Conasev». Para tal efecto, se considera sociedad anónima abierta aquella que haya realizado oferta pública de acciones o cuyo capital se encuentre en poder de veinticinco o más accionistas, que posean en conjunto más del treinta por ciento, sin que individualmente ninguno posea más del cinco por ciento.

La restricción a accionistas con una determinada participación en el capital no necesariamente es el medio más eficaz para filtrar los requerimientos frívo-

(13) 426 U.S. 438. Citado por: LOSS. Op. cit., pág. 481.

los o injustificados, en la medida que pueden existir accionistas con participaciones menores que tengan una causa justa para requerir la información. De otro lado, la posibilidad de rechazar la solicitud sólo en el caso de confidencialidad de la información parece excesivamente restrictivo. De hecho, de una parte, pueden haber casos de confidencialidad en los que existe, de todas maneras, una justificación para entregar la información al accionista. A la misma vez, existen requerimientos que, no estando referidos a información confidencial, deberían ser rechazados por carecer de un propósito justificado. En este sentido, una solución preferible hubiera sido permitir estas solicitudes en todos los casos en que se tenga un propósito adecuado, reservando a Conasev la facultad de determinar si la administración de la sociedad actuó justificadamente al rechazar una solicitud.

5.4. Finalidad de la Información.

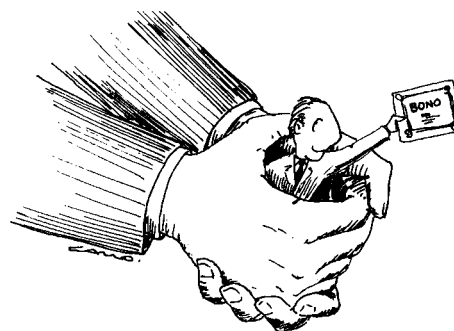
Para concluir a este respecto, es importante resaltar que la obligación de informar tiene como finalidad que el inversionista cuente con los datos necesarios para adoptar una decisión. Por ello, en el diseño y la aplicación de las normas se debe cuidar de evitar que el cumplimiento de la obligación de informar se convierta simplemente en una carga burocrática de presentar ciertos documentos a la Conasev y a la bolsa, sin cumplir una efectiva función de ilustración al inversionista.

Como lo señaló Louis Brandeis, «La transparencia ("disclosure") debe ser real. Y debe ser transparencia al inversionista. No es suficiente la mera presentación de un resumen de hechos a la Comisión de Empresas o a cualquier otro grupo de funcionarios federales o estatales. Eso sería casi tan poco efectivo como si el Código Sanitario requiriese que el fabricante de alimentos simplemente presentase al Ministerio una relación de ingredientes en lugar de obligar que ello conste en la etiqueta (...) Para ser efectivo, el conocimiento de los hechos debe llegar efectivamente al inversionista, y la mejor manera de lograrlo es exigir que los hechos se consignen en letra clara y distinta en cada notificación, circular, carta o folleto invitando al inversionista a comprar».

VI. SANCIÓN DE PRÁCTICAS FRAUDULENTAS.

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 sólo morales. Las disposiciones sobre transparencia del mercado tienen también una racionalidad 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 este sentido, el fraude contribuye a elevar los costos de transacción⁽¹⁴⁾.



El fraude en el mercado de valores puede generarse en transacciones entre los administradores de una sociedad emisora y ésta misma en condiciones particularmente favorables para los administradores, en transacciones que realicen tales administradores o terceros con valores de la sociedad en virtud a información privilegiada, o mediante la manipulación del mercado.

6.1. Transacciones con los administradores.

Los actos del administrador consigo mismo deben motivar una regulación especial debido a que existe una posibilidad clara que el representante prefiera los intereses propios a los de la sociedad, estructurando la transacción de tal manera que lo beneficie indebidamente.

(14) CLARK. Op. cit., págs. 51-52.

Por ello, este tema ha merecido un tratamiento en las normas civiles y mercantiles en materia de representación, a propósito de los actos que el representante concluye consigo mismo. El Código Civil de 1984, por ejemplo, establece en el artículo 166 que «es anulable el acto jurídico que el representante concluya consigo mismo, en nombre propio o como representante de otro, a menos que la ley lo permita, que el representado lo hubiese autorizado específicamente, o que el contenido del acto jurídico hubiera sido determinado de modo que excluya la posibilidad de un conflicto de intereses». Un patrón más preciso ha sido establecido en la legislación y la jurisprudencia norteamericana. El artículo 144 de la *Delaware General Corporation Law*, establece que los actos celebrados por los directores y otros administradores de la sociedad con ésta no serán anulables en caso que: (i) el Directorio o la Junta de Accionistas, en conocimiento del conflicto de interés y de los términos de la transacción, la aprueben; o (ii) la transacción sea justa para la sociedad al momento de ser aprobada o ratificada por el Directorio o la Junta General⁽¹⁵⁾.

La Ley General de Sociedades establece a este respecto en los artículos 170 y 171 las siguientes reglas: (i) los directores que en cualquier asunto tengan interés contrario al de la sociedad deben informarlo al Consejo de Vigilancia o al Directorio y abstenerse de intervenir en la deliberación y votación del asunto; y (ii) no puede concederse préstamos o créditos ni otorgarse garantía por la sociedad a miembros del Directorio o a gerentes, a sus parientes y a los directores y gerentes de sociedades vinculadas, sin autorización previa del Consejo de Vigilancia, si lo hubiera y, en todo caso, con el voto favorable del Directorio con mayoría de dos tercios. El director que no reveló el conflicto de intereses es responsable de los daños y perjuicios que cause a la sociedad. En el segundo caso, los directores son responsables frente a los terceros afectados por los créditos y garantías otorgados.

La Ley del Mercado de Valores trata este tema en los artículos 53 y 54, aplicables a las sociedades que emitan valores de oferta pública. El artículo 54 establece el principio general de que «para la celebración de (sic) un emisor de actos o contratos en los que tenga interés alguno de sus directores o gerentes, o personas que tengan con ellos relación indirecta, se requiere la aprobación del Directorio». El artículo añade que el incumplimiento de ese requisito «no es causal de anulabilidad o rescisión del contrato» sino que «se

sanciona con multa al director o gerente interesado en la operación y, de ser el caso, al emisor». El artículo 53 establece la prohibición de que los directores y gerentes de las sociedades emisoras de valores de oferta pública realicen una serie de actos en los que se evidencia un conflicto de intereses. Éstos incluyen, entre otros: (i) recibir en préstamo dinero o bienes de la sociedad, o usar en provecho propio, o de quienes tengan con ellos relación indirecta, los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin contar con la autorización del Directorio; y (ii) emplear en su propio beneficio o en el de quienes tengan con ellos relación indirecta, con detrimento del interés social, las oportunidades comerciales de que tuvieran conocimiento en razón de su cargo. Dada la gravedad de estas faltas, en caso de infracción se aplica sanción de multa o destitución al funcionario involucrado, y se debe restituir a la sociedad los beneficios obtenidos, sin perjuicio de la indemnización de los demás daños y perjuicios que se hubiera ocasionado.

6.2. Transacciones con información privilegiada.

El segundo campo en el que son particularmente importantes las normas de prohibición y sanción del fraude es el de las transacciones con información privilegiada. Se trata, en estos casos, de las transacciones que efectúan los directores, administradores y otras personas vinculadas a la sociedad sobre la base de información cuya divulgación puede influir en el precio que aún no ha sido difundida al mercado. Se extiende el concepto a terceros sin relación con la sociedad, que tengan acceso a la información. Evidentemente, estas personas pueden anticipar la reacción del mercado a la información y realizar transacciones tomando ventaja de ese hecho.

A pesar del rechazo que instintivamente genera el concepto de las transacciones con información privilegiada, no existe unanimidad respecto de sus efectos económicos y a la conveniencia de prohibirlas o sancionarlas. Algunos autores argumentan que las transacciones con información privilegiada constituyen una forma de recompensar el esfuerzo y la iniciativa de los líderes empresariales. Estas personas no actuarían como impulsores de las empresas si no tuvieran la posibilidad de realizar ganancias extraordinarias sobre la base de transacciones con información privilegiada. Se argumenta también que las transacciones con información privilegiada contribuyen a que los

(15) *Ibidem*, págs. 166-167.

mercados sean eficientes, haciendo que el precio refleje la información privilegiada. Finalmente, se señala que es imposible poner fin a este tipo de transacciones, por lo que lo más práctico sería simplemente eliminar la prohibición⁽¹⁶⁾.

Sin embargo, los argumentos en favor de una prohibición de las transacciones con información privilegiada tienen mayor fortaleza. En primer lugar, permitir las transacciones con información privilegiada genera un incentivo para retrasar la difusión al público de la información relevante sobre el valor. Esta demora por sí misma perjudica la eficiente asignación de recursos, en la medida que retarda el ajuste de los precios a la nueva información obtenida. En este sentido, si bien las transacciones con información privilegiada transmiten información al mercado, no lo hacen de la forma más eficaz⁽¹⁷⁾.

En segundo lugar, las transacciones con información privilegiada permiten a los administradores obtener ganancias que los accionistas de la sociedad ni conocen ni controlan, y que pueden generar un conflicto entre los intereses de los administradores y los de la sociedad. Adicionalmente, este tipo de ganancias se obtienen con frecuencia como resultado de una pérdida de otros accionistas de la sociedad. En caso que esto fuera un patrón generalizado, los inversionistas en los valores de la sociedad exigirían un retorno mayor, que los compense de estas pérdidas, lo que elevaría el costo de financiamiento para la empresa. Por estas razones, la mayoría de las legislaciones sancionan y prohíben las transacciones con información privilegiada⁽¹⁸⁾.

La Ley del Mercado de Valores regula esta materia en los artículos 37 a 39. El primer principio, contenido en el artículo 37, es la obligación de los directores, administradores y auditores de una sociedad y, en general, de quienes por razón de su cargo o actividad tengan acceso a los actos o negocios de ellas de guardar reserva absoluta sobre tales actos o negocios cuando puedan influir en la cotización de los valores y no hayan sido revelados por la sociedad al mercado. Se trata de la información sobre hechos de importancia que aún no hubiera sido divulgada al mercado y a la que se hubiera calificado como «información reservada» por corresponder a negociaciones en curso. La violación de esta disposición se sanciona con destitución o multa, sin perjuicio de la indemnización de daños y perjuicios que pudiere corresponder.

El segundo principio es la prohibición de actuar para obtener beneficios sobre la base de la información privilegiada. Señala el artículo 38: «Es prohibido a las personas a que se refiere el artículo anterior obtener, para sí o para otros, actuando directamente o por conducto de terceros, ventajas que deriven de la compra o de la venta de valores efectuada en razón de su conocimiento de información reservada o aún no divulgada por el emisor». El caso de violación, además de la sanción de destitución o multa, «las indicadas personas deben hacer entrega al emisor del beneficio que su actitud les hubiera reportado o podido reportar, e indemnizar a quienes resulten perjudicados».

“ Son los inversionistas institucionales los que generan la clase de administradores y analistas de inversiones profesionales que son una característica de los mercados de valores desarrollados ”

Finalmente, el artículo 39 establece una prohibición de que las personas que, sin formar parte de la sociedad, accedan a la información privilegiada, realicen directa o indirectamente cualquier operación con el valor, transmitan la información a terceros, o recomienden la compra o venta del valor. En la eventualidad de incumplimiento, se aplica la sanción de multa, además de la obligación de entregar al emisor el beneficio obtenido con la operación.

Es especialmente importante, en estos casos, precisar el alcance de la obligación de abstenerse tratándose de terceros ajenos a la sociedad, incluyendo la

(16) Ver KLEIN y COFFEE. Op. cit., pág. 149.

(17) Ibidem, págs. 151-152.

(18) «Turging insider-traders out». En: The Economist. 16 de julio de 1994, págs. 75-76.

información obtenida en forma casual o como producto de una investigación legítima. El aspecto crítico incluido en la disposición, es que la información sea proveniente del emisor. Debe determinarse, sin embargo, si es necesario, además, que exista conocimiento por parte del actor de que la información tiene carácter privilegiado.

6.3. Manipulación.

La manipulación del mercado es el uso de mecanismos, técnicas y acciones, para elevar, mantener o deprimir artificialmente la cotización de un valor.

La descripción que realiza Louis Loss del primer caso de manipulación del mercado decidido en una corte inglesa, *Rex v. de Berenger*, es ilustrativo de la variedad que reviste la manipulación: «En 1814 los aliados esperaban un final rápido a la guerra. Corrían muchos rumores, la mayoría favorables. Con cada uno, las acciones subían sólo para caer cuando se confirmaba la falsedad del rumor. En la mañana del 21 de febrero de 1814, un hombre vestido en uniforme militar llegó a Winchester de Dover, repartiendo oro francés entre los empleados. Dejó saber que llevaba noticias gloriosas: Napoleón había muerto y los aliados habían tomado París. Poco después, otros dos sujetos con uniforme militar aparecieron dando la misma noticia para desaparecer poco después. Por supuesto, el mercado subió sustancialmente, para caer luego con la confirmación de la falsedad de la noticia». La Corte condenó a los responsables. «El propósito del acto es maligno, afecta el precio de un valor en el mercado y si le da un precio ficticio a través de un falso rumor, es un fraude cometido contra todo el público...»⁽¹⁹⁾.

En la Ley del Mercado de Valores, la única mención específica a la manipulación del mercado se encuentra en el artículo 142, donde se prohíbe a los agentes de intermediación: (i) propiciar, en beneficio propio o de terceros, una evolución artificial en las cotizaciones; y (ii) efectuar cotizaciones o simular transacciones, o inducir a efectuarlas, apelando a prácticas o mecanismos engañosos o fraudulentos. De otra parte, debe mencionarse que el artículo 198 del Código Penal sanciona con pena privativa de la libertad no menor de uno ni mayor de cuatro años a la persona que en su condición de fundador, miembro del Directorio o del

Consejo de Administración o del Consejo de Vigilancia, gerente, administrador o liquidador de una persona jurídica, realiza, en perjuicio de ella o de terceros, alguno de los siguientes actos, entre otros: (i) ocultar a los accionistas o terceros interesados la verdadera situación de la persona jurídica, falseando los balances, reflejando u omitiendo en los mismos beneficios o pérdidas o usando cualquier artificio que suponga aumento o disminución de las partidas contables; (ii) proporcionar datos falsos relativos a la situación de una persona jurídica; (iii) promover, por cualquier medio fraudulento, falsas cotizaciones de acciones, títulos o participaciones; (iv) omitir comunicar al Directorio acerca de la existencia de intereses propios que son incompatibles con los de la persona jurídica; y (v) usar en provecho propio o de otro el patrimonio de la persona jurídica.

VII. INVERSIONISTAS INDIVIDUALES E INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES.

Al hablar del mercado de valores y los inversionistas es indispensable formular una distinción entre los inversionistas individuales y los llamados inversionistas institucionales. Estos últimos - fondos de pensiones, fondos mutuos, bancos y empresas de seguros - tienen una posición cada vez más importante de los mercados. La participación de los inversionistas institucionales en el total de las acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Nueva York pasó de 8,5% en 1933 a 5,4% en 1980⁽²⁰⁾. En 1989 más del treinta por ciento del valor de las acciones inscritas en bolsa en los Estados Unidos pertenecía a fondos de pensiones⁽²¹⁾.

Los inversionistas institucionales constituyen un motor para el desarrollo de los mercados de valores. No sólo cumplen la importante labor de agregar los capitales para su inversión en el mercado, incrementando la demanda por instrumentos, sino que también son una fuerza que eleva la calidad de la información y la eficiencia de los mercados. Son los inversionistas institucionales los que generan la clase de administradores y analistas de inversiones profesionales que son una característica de los mercados de valores desarrollados.

A la misma vez, estos inversionistas cumplen un importante rol en el control de la calidad de la

(19) LOSS. Op. cit., págs. 845-846.

(20) Ibidem, pág. 4.

(21) «Survey of international finance». En: The Economist. 22 de abril de 1991.

administración de las sociedades emisoras de valores. A medida que la participación de estos inversionistas en el capital de las empresas les permite asumir un rol cada vez más activo en el control de la administración, las sociedades emisoras comienzan a dar más importancia al concepto de «valor para el accionista» en la gestión de sus negocios⁽²²⁾.

El alto grado de sofisticación que caracteriza a estos inversionistas es una razón por la cual no requieren el mismo grado de protección legal que los pequeños inversionistas individuales. De hecho, las normas de protección de los inversionistas son fundamentalmente disposiciones para los inversionistas individuales y no para los inversionistas institucionales. Por ello, a medida que crece la participación de este tipo de actores en el mercado, es necesario establecer mecanismos flexibles que impidan que la aplicación de normas de protección se convierta en un costo neto que encarezca el financiamiento empresarial. En este marco, por ejemplo, debiera establecerse claramente lo que constituye una oferta privada para permitir la colocación primaria directa de valores a inversionistas institucionales sin tener que cumplir con los trámites y requisitos de las ofertas públicas.

VIII. RESPONSABILIDAD CIVIL.

Un tema particularmente importante en materia de protección de los inversionistas es el de la responsabilidad civil. Cuando un inversionista sufre un daño en el mercado producto de una conducta ilícita de un emisor o de un tercero, probablemente le interesará poco saber que el responsable ha sido sancionado con una multa o una suspensión. Lo más importante es el resarcimiento del daño. A la misma vez, las acciones de los individuos persiguiendo una indemnización cumplen una importante función reguladora, dado que llevan a los agentes económicos a evitar el fraude y adoptar el cuidado razonable necesario para evitar daños a terceros. Por esta razón es necesario subrayar que, aunque la Ley del Mercado de Valores no lo señale siempre en forma expresa, cualquier inversionista perjudicado por acciones u omisiones de terceros que constituyan violación de un deber de carácter legal (tal como la infracción de la prohibición de efectuar transacciones con información privilegiada o el incumplimiento de la obligación de informar), tienen derecho de solicitar una indemnización sobre la base de los principios generales de la responsabilidad civil. ㉔

(22) Ver, por ejemplo, «Cuando los grandes accionistas hablan, lo mejor es escucharlos». En: The Wall Street Journal Americas. 2 de octubre de 1995.