

---

# Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano:

## Prohibición de prácticas de manipulación de precios<sup>(\*)</sup>

### Jeanette Aliaga Farfán

Abogada. Profesora de Derecho Mercantil de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

### Fiorella Torres Tejada

Ingeniero Economista de la Universidad Nacional de Ingeniería.

#### 1. Introducción.

Hace poco nos preguntaron qué entendíamos por manipulación de precios en el mercado de valores. Y una vez más el debate surgió. Lo cierto es que la frase “manipulación de precios” no figura como tal en la Ley del Mercado de Valores peruana, así como tampoco existe casuística sobre el particular en el ámbito administrativo y menos aun en el ámbito jurisprudencial en nuestro país<sup>(1)</sup>.

Sin embargo, es indudable que toda práctica o conducta desleal se encuentra prohibida al afectar la transparencia e integridad del mercado de valores, ya sea que la misma califique o no como un supuesto de manipulación de precios.

En este sentido, el propósito del presente artículo no es de modo alguno definir lo que es manipulación de precios -pretensión más que ambiciosa y que, sin duda, desborda los alcances del presente artículo-, sino más bien describir los presupuestos y el alcance de la normativa sobre “transparencia de las operaciones” establecidos por el Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, aprobado

por Decreto Supremo No. 083-2002-EF, con la finalidad de proporcionar elementos de juicio que permitan contribuir a un mayor desarrollo y profundización del tema a futuro.

De manera específica, se desarrollarán los lineamientos generales de lo que se entiende por integridad y transparencia del mercado de valores. Sobre la base de los principios antes indicados, se analizarán principalmente los supuestos de transacciones ficticias y de variación artificial de precios considerados en la Ley del Mercado de Valores peruana, y de manera referencial, los supuestos de realización de transacciones e inducción a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento.

#### 2. Integridad del mercado financiero<sup>(2)</sup>.

La integridad del mercado financiero se encuentra referida a su organización como un todo, no solo al nivel de los segmentos de intermediación que lo componen, sino también al nivel de la forma

(\*) Las opiniones expresadas en el presente artículo son estrictamente de carácter académico y reflejan exclusivamente la opinión de las autoras.

(1) Sin embargo, es importante anotar como casos de variación artificial de precios los casos de Sociedad Agente de Bolsa Fortuna S.A., Resolución CONASEV No. 348-96-EF/94.10; Inventa S.A. Sociedad Agente de Bolsa, Resolución CONASEV No. 147-98-EF/94.10; PROFUTURO AFP, Resolución CONASEV No. 148-98-EF/94.10; La Positiva Seguros y Reaseguros S.A., Resolución CONASEV No. 149-98-EF/94.10; y Transacciones plurales S.A., Resolución CONASEV No. 150-98-EF/94.10.

(2) En términos generales, el mercado es el lugar en donde se reúnen un conjunto de compradores y vendedores de un determinado bien o servicio. Las fuerzas de oferta y demanda son determinadas por la conducta de los vendedores y compradores. El equilibrio se presenta cuando las fuerzas de oferta y demanda se igualan, determinando la cantidad y el precio de equilibrio en el mercado.

en que sus partícipes están organizados e interactúan entre sí. Así, cuanto mejor organizado se encuentre el mercado financiero, mayor será la eficiencia con que se asignen los recursos a través de él y mayor la incidencia sobre el crecimiento económico de largo plazo de la economía al posibilitar una acumulación de capital más eficiente.

En términos económicos generales, un mercado eficiente es aquel que a través de la libre interacción entre la oferta y demanda de múltiples vendedores y compradores, respectivamente, garantiza una correcta formación de precios, en donde cada partícipe obtiene lo justo. Es decir, que los compradores no pagan más de lo que efectivamente vale el bien, y que los vendedores no reciben menos de lo que efectivamente vale el mismo.

De esta manera, es la organización del mercado financiero como un todo la que determina sus niveles de justicia y eficiencia, conceptos que se enmarcan dentro de lo que se denomina integridad del mercado. Así, cuanto más eficiente sea un mercado financiero, mayor será su nivel de integridad y mayor la confianza de los partícipes en el mismo.

Al respecto, Jesús Miguel Alemany Eguidazu señala<sup>(3)</sup>:

“(…) para comprender el alcance económico que el abuso de mercado implica, procede exponer, cuáles son las virtudes capitales del mercado atacadas por conductas manipuladoras.

A) La integridad del mercado, (sinónimo de pureza, limpieza o fairness del mercado <sup>139</sup>) es indispensable para mantener la confianza de los inversores en el sistema financiero <sup>140</sup> y promover la competitividad de los mercados financieros. Los inversores evitarán operar en mercados en los que se produzcan abusos, con los que aumentará el coste de la obtención de financiación y el capital para las empresas. Se pretende crear un círculo virtuoso donde los intercambios eficientes atraigan mayor liquidez, refuercen el mercado competitivo

e impulsen la fijación de precios eficiente de los valores europeos<sup>(141)</sup>.

<sup>(139)</sup> Así el Diccionario de la Lengua; define el vocablo “integridad” (del lat. *Integritas*, -atis) como cualidad de íntegro o, en su segunda acepción, como pureza de las vírgenes.

<sup>(140)</sup> Lo que resalta desde sus primeras palabras IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, mayo de 2000, p.2.

<sup>(141)</sup> Como proclama la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo. *Upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC)*, de 16 de noviembre de 2000”.

En el ámbito del mercado de valores, la Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO, reconociendo la importancia que reviste el concepto de integridad para el desarrollo del mercado, ha identificado como uno de los tres objetivos básicos de la regulación de valores el asegurar mercados justos, eficientes y transparentes<sup>(4)</sup>.

En esta misma línea de razonamiento, IOSCO ha señalado que la integridad de los mercados es un tema de interés público relevante y que los reguladores deberían tomar acciones para promover la justicia y eficiencia de los mismos, para lo cual ha desarrollado principios relacionados, entre otros temas, con la transparencia y orden del mercado, y la prohibición de prácticas de negociación desleales<sup>(5)</sup>.

### 3. Eficiencia del mercado de valores.

En el caso particular del mercado de valores, la Hipótesis del Mercado Eficiente, desarrollada por primera vez en 1960 por Eugene Fama, señala que en cualquier momento del tiempo, los precios de los valores reflejan toda la información disponible<sup>(6)</sup>:

Un Mercado “**eficiente**” está definido como un mercado donde hay un gran número de

(3) ALEMANY EGUIDAZU, Jesús Miguel. *La Manipulación de los Mercados de Valores: Estudio multidisciplinar ilustrado con casos reales*. DIJUSA, 2001.

(4) IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation* (February 2002). Los otros dos objetivos de regulación de valores que han sido considerados por IOSCO son la protección al inversionista y la reducción del riesgo sistémico.

(5) *Technical Committee, International Organization of Securities Commission, Supervisory Framework for Markets*, pp. 2 y 3 (May 1999).

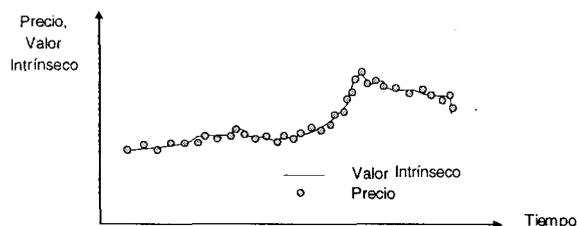
(6) FAMA, Eugene F. *Random Walks in Stock Market Prices*. En: *Financial Analysts Journal*. Número 21. pp. 55–59. September / October 1965.

“An ‘efficient’ market is defined as a market where there are large numbers of rational profit-maximizers actively competing, with each trying to predict future market values of individual securities, and where important current information is almost freely available to all participants.

inversionistas racionales que buscan maximizar beneficios compitiendo activamente, tratando cada uno de predecir los futuros valores de mercado de los valores, y donde información actual y relevante está casi libremente disponible para todos los participantes.

En un mercado eficiente, la competencia entre muchos participantes inteligentes lleva a una situación en donde, en cualquier momento del tiempo, los precios reales de los valores reflejan ya los efectos de la información basados en los eventos que han ocurrido y en eventos que, hasta dicho momento, el mercado espera que ocurran en el futuro. En otras palabras, en un mercado eficiente en cualquier momento en el tiempo el precio real de un valor será una buena estimación de su valor intrínseco<sup>(7)</sup>.

En efecto, para que el mercado de valores garantice que todos los inversionistas reciben un tratamiento justo y asigne así eficientemente los recursos, los precios a los que se transen los valores deberán aproximarse en todo momento a sus valores intrínsecos, es decir, a lo que realmente valen.



Para ello, el mercado debe estar compuesto por inversionistas racionales que en igualdad de condiciones establezcan los precios de equilibrio sobre la base de sus expectativas respecto de los flujos de caja que generará dicho valor en el futuro, considerando que toda la información relevante para una adecuada toma de decisiones de inversión se encuentra disponible y que ésta es correctamente

empleada en la determinación de los precios de equilibrio.

De acuerdo con lo que señala la teoría económica, se pueden establecer las siguientes características básicas que debería presentar un mercado de valores eficiente:

**a) Libertad:** en un mercado de competencia perfecta no deben existir barreras a la entrada o salida de los compradores o vendedores. Al respecto, en la discusión del objetivo de asegurar mercados justos, eficientes y transparentes, IOSCO indica que la regulación debería buscar asegurar que los inversionistas tienen un acceso justo a las instalaciones del mercado<sup>(8)</sup>.

**b) Transparencia del Mercado:** toda la información relevante para una adecuada toma de decisiones por parte de los inversionistas en el mercado debe estar disponible y esta información disponible debe ser correctamente empleada por los inversionistas en la determinación de los precios de mercado.

**c) Profundidad:** el modelo teórico de competencia perfecta exige que exista un número suficiente de compradores y vendedores, para que ninguno pueda ejercer una influencia significativa sobre el precio de determinado bien (precio-aceptantes).

En consecuencia, un mercado de valores será más profundo cuando exista un número suficiente de inversionistas que negocian cantidades de acciones tales que ninguno de ellos puede ejercer una influencia significativa sobre el precio<sup>(9)</sup>.

**d) Flexibilidad:** los inversionistas pueden traducir rápidamente en órdenes de compra y venta la información de la que van disponiendo.

De esta manera, en un mercado de valores eficiente todos podrían comprar o vender sin interferencias. Cualquier circunstancia respecto de cualquier empresa cuyos valores se negocian en el mercado se vería reflejada inmediatamente en los precios de las órdenes de compra y venta libremente formuladas por los inversionistas, es decir, en las fuerzas de demanda y oferta, respectivamente, cuya

In an efficient market, competition among the many intelligent participants leads to a situation where, at any point in time, actual prices of individual securities already reflect the effects of information based both on events that have already occurred and on events which, as of now, the market expects to take place in the future. In other words, in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value<sup>7</sup>.

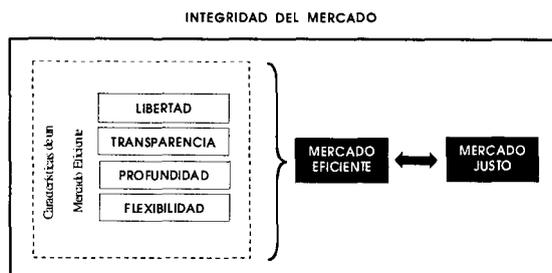
(7) Traducción libre.

(8) IOSCO. Op. cit.; p. 6.

(9) Nótese que Profundidad no es lo mismo que Liquidez. Entendemos por Liquidez, la posibilidad de que un activo financiero se convierta rápidamente en dinero. De esta manera, puede que un valor altamente líquido tenga un mercado poco profundo.

interacción daría como resultado precios de mercado cercanos al valor intrínseco de la empresa.

Esquemáticamente, los conceptos de justicia y eficiencia se enmarcan dentro del gran objetivo de promover la integridad del mercado de valores que persigue la mayoría de autoridades reguladoras y supervisoras, de la siguiente manera:



Cuanto más eficiente sea un mercado de valores, mayor será su nivel de integridad.

Sin embargo, en el mercado de valores se presentan imperfecciones que atentan contra la libertad, transparencia, profundidad y/o flexibilidad del mismo, e impiden que éste alcance por sí mismo una asignación eficiente de recursos, afectando por ende a la integridad del mercado. Por ejemplo, se presentan prácticas o conductas desleales que interfieren en la correcta formación de precios y atentan contra la transparencia de las operaciones. Asimismo, cuando el mercado es poco profundo, las transacciones de cantidades significativas de valores pueden ejercer un cambio apreciable en su precio, alejándolo del valor intrínseco.

Es por ello, que las autoridades reguladoras y supervisoras de los mercados de valores han establecido una serie de regulaciones que buscan potenciar las características de un mercado de valores eficiente, principalmente fomentando su transparencia.

#### 4. Transparencia del mercado de valores.

El concepto de transparencia del mercado es fundamental para lograr una eficiente asignación de recursos en el mercado de valores. Cuánto más transparente sea el mercado de valores, más eficiente

será la asignación de recursos en el mismo porque se garantizará que las fuerzas de oferta y demanda se formen sobre la base de información relevante y que por ende los precios de equilibrio resultantes se acerquen a sus valores intrínsecos.

La transparencia del mercado de valores se subdivide a su vez en dos conceptos:

**a) Transparencia de la Información:** todos los inversionistas deben contar con información veraz, suficiente, oportuna y clara para una adecuada toma de decisiones.

De acuerdo con Iosco, en un mercado eficiente, la divulgación de información relevante es oportuna y generalizada. En el caso específico de la información referida a la negociación, IOSCO define Transparencia de la Negociación como el grado en que la información tanto anterior como posterior a la ejecución de las transacciones en el mercado es puesta a disposición del público en tiempo real. La información previa a la negociación está referida a la formulación firme de propuestas de compra y venta como un medio que permite a los inversionistas conocer, con cierto grado de certeza, si pueden negociar y a qué precios. La información posterior a la negociación está relacionada con los precios y el volumen de todas las operaciones individuales realmente efectuadas. De este modo, IOSCO señala que la regulación debe asegurar que los inversionistas tengan un acceso justo a la información del mercado<sup>(10)</sup>.

En esta misma dirección, las autoridades regulatorias de los mercados de valores de Norte y Sudamérica, a través del Consejo Interamericano de Autoridades Regulatorias de Valores (en adelante COSRA), han desarrollado los Principios de Transparencia en las Transacciones (1993), definiendo a la transparencia como el grado en el cual las informaciones con relación a las cotizaciones de valores, los precios de las transacciones y el volumen de esas transacciones se haga disponible al público<sup>(11)</sup>.

**b) Transparencia de las Operaciones:** toda la información pública disponible debe ser correctamente empleada por los inversionistas en la determinación de los precios de mercado, bajo el supuesto de que los inversionistas son agentes económicos racionales. En este sentido, tampoco

(10) Ibid.

(11) Documentos do Conselho de Reguladores de Valores das Américas - COSRA: Princípios de Transparência nas Transações, disponible en <http://www.cvm.gov.br/port/inter/docum-p-index.asp> (última visita 20 de noviembre de 2003).

deben presentarse prácticas o conductas desleales que interfieran en el proceso de formación de precios.

De acuerdo con Iosco, en un mercado eficiente, la divulgación de información relevante es reflejada en el proceso de formación de precios. Asimismo, Iosco indica que la regulación debe detectar, impedir y sancionar la manipulación del mercado, el uso de información privilegiada y otras prácticas de negociación desleales que puedan distorsionar el sistema de descubrimiento de precios<sup>(12)</sup>.

En suma, solo en la medida de que exista transparencia en la información y en las operaciones existirá un mercado de valores eficiente.

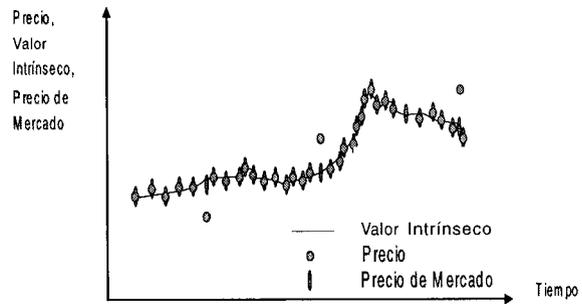
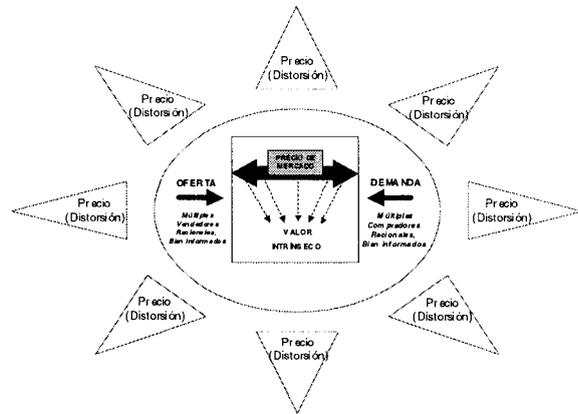
### 5. El mercado de valores peruano.

En principio, bajo un contexto donde existe incertidumbre de la información, el valor mobiliario no podrá ser determinado exactamente por los inversionistas del mercado. Sin embargo, cuanto más eficiente sea un mercado de valores, mayor será la posibilidad de que las actuaciones de muchos participantes que compiten entre sí puedan hacer que el precio del valor fluctúe alrededor de su valor intrínseco.

Como se indicó anteriormente, son cuatro las características básicas que un mercado de valores debe poseer para asegurar niveles mínimos de eficiencia: (i) libertad; (ii) transparencia; (iii) profundidad; y (iv) flexibilidad. La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, CONASEV, como autoridad reguladora y supervisora del mercado de valores peruano ha centrado sus esfuerzos en potenciar las características de un mercado eficiente a través de la promoción de la transparencia de la información y transparencia de las operaciones.

En tal sentido, CONASEV ha establecido normas de conducta de mercado para garantizar estándares adecuados de divulgación de información e impedir el empleo de prácticas desleales que distorsionen la determinación de los precios de los valores e impidan que éstos se acerquen hacia sus valores intrínsecos. En este último caso, la distorsión en el proceso de formación de los precios de los valores se encuentra referida fundamentalmente a la dispersión que presenta el precio al que efectivamente se negocia un valor respecto del que debería ser su precio de mercado resultante de la libre interacción de la oferta

y demanda de múltiples y pequeños inversionistas racionales y bien informados.



De manera particular, en el caso del mercado de valores peruano, es importante indicar que la mayoría de acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) registran niveles de liquidez muy bajos y aun en el caso de las acciones más líquidas del mercado, éstas carecen de profundidad en su negociación, lo cual se refleja en un cambio apreciable en el precio cada vez que se negocia una cantidad importante de acciones.

En efecto, en un mercado poco profundo, la compra de una gran cantidad de acciones podría llevar a un gran incremento en el precio al que se negocian las mismas, no ajustándose este último momentáneamente a las condiciones de mercado vigentes, **pero sí siendo producto de la libre interacción de la oferta y demanda de inversionistas racionales y bien informados**, por lo que debería ser considerado un precio lícito, aun cuando es distinto del precio de mercado.

(12) IOSCO. Op. cit.; pp. 6, 41 y 42.

En suma, en este contexto de poca profundidad y partiendo del supuesto de que toda la información relevante para una adecuada toma de decisiones por parte de los inversionistas se encuentra disponible, es posible afirmar que las distorsiones en los precios se encontrarán asociadas a la comisión de prácticas o conductas desleales si se presentan conjuntamente las siguientes circunstancias:

- a) El precio no se ajusta a las condiciones de mercado vigentes, de acuerdo con la información que se encuentra disponible.
- b) Se presentan interferencias en la formación del precio, es decir, éste no ha sido resultado de la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda de inversionistas racionales y bien informados.

## 6. Transparencia del mercado de valores: marco normativo peruano.

En el mercado de valores peruano, el Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores aprobado por Decreto Supremo No. 083-2002-EF, en adelante la LMV, busca promover la transparencia del mercado, tanto al nivel de la información como de las operaciones, principalmente a través de las normas establecidas en su Título II, Transparencia del Mercado, el mismo que consta de tres capítulos: **Capítulo I.-** Principios Generales; **Capítulo II.-** Registro Público del Mercado de Valores; y **Capítulo III.-** Información Privilegiada y Deber de Reserva<sup>(13)</sup>.

**a) Transparencia de la Información:** de esta manera, los artículos 10 y 11 del Capítulo I que tratan de la calidad y publicidad de la información, respectivamente, así como el Capítulo II, se encuentran orientados a garantizar una adecuada divulgación de información por parte de los partícipes del mercado.

**b) Transparencia de las Operaciones:** del mismo modo, el Capítulo III, así como el artículo 12 del Capítulo I del Título II de Transparencia del Mercado de la LMV establecen prohibiciones a la realización de prácticas desleales que atentan contra el proceso de formación de precios.

### 6.1. Artículo 12, literales a) y b), de la LMV.

El artículo 12 de la LMV tiene por objeto prohibir todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la transparencia del mercado y, por tanto, contra la eficiencia del mismo, entendida como la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda generadas por inversionistas racionales y bien informados, lo cual garantiza una correcta formación de precios y un tratamiento justo y equitativo para todos. Es decir, lo que se busca en última instancia es preservar la integridad del mercado<sup>(14)</sup>. El texto del artículo 12, literales a) y b), de la LMV es el siguiente:

“Artículo 12.- Transparencia de las Operaciones:

Está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado.

En este marco, se encuentra prohibido:

a) Efectuar transacciones ficticias respecto de cualquier valor, sea que las operaciones se lleven a cabo en mecanismos centralizados o a través de negociaciones privadas, así como efectuar transacciones con valores con el objeto de hacer variar artificialmente los precios, sin perjuicio de lo establecido en el inciso f) del artículo 194;

Se entiende por transacción ficticia aquella en la cual no se produce una real transferencia de valores, de los derechos sobre ellos u otras semejantes, o aquellas efectuadas a precios evidentemente distintos a los del mercado;

b) Efectuar transacciones o inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento; (...)”

De esta manera, el artículo 12 de la LMV prohíbe:

6.1.1 Efectuar transacciones ficticias respecto de cualquier valor, sea que las operaciones se lleven a cabo en mecanismos centralizados o a través de negociaciones privadas. Inciso a) del artículo 12 de la LMV.

De acuerdo con la LMV, se entiende por transacción ficticia aquella en la cual:

a) No se produce una real transferencia de

(13) No obstante, se debe mencionar que la LMV establece normas adicionales a las del Título II para promover la transparencia del mercado, relacionadas con la divulgación de información (por ejemplo, artículo 56 y artículo 132, literales d) y g) de la LMV) y la realización de prácticas indebidas (por ejemplo, artículo 177 y artículo 195, literal h) de la LMV).

(14) La protección a la transparencia e integridad del mercado ha sido reconocida como un objetivo a alcanzar por las legislaciones de los países integrantes de la Unión Europea. Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado). Párrafos 12 y 15.

valores, de los derechos sobre ellos u otras semejantes.

En este caso, se trata de operaciones simuladas, en las cuales como en cualquier acto jurídico simulado, la doctrina entiende que se verifican los siguientes tres elementos: (i) no existe una identificación entre la voluntad interna de las partes y la declaración de voluntad de la parte o partes involucradas en la transacción, (ii) existe un concierto entre las partes para producir el acto simulado, es decir, la transferencia; y, (iii) existe el propósito de engaño. Al respecto, cabe precisar que en el supuesto objeto de análisis, existe *per se* el efecto de engaño a los terceros. Nótese que la transacción al no ser tal, proyecta una situación no real, una imagen falsa, la que de por sí se constituye en una apariencia frente a terceros.

En otras palabras, se trata de operaciones en las cuales no existe un cambio verdadero en el beneficiario de la propiedad de los valores, de los derechos sobre ellos u otros semejantes. Este supuesto se conoce como “*wash sales*” y en Estados Unidos se encuentra regulado en la Sección 9 (a) (1) (A) de la *Securities Exchange Act of 1934*<sup>(15)</sup>. Cabe mencionar que en este caso, la normativa estadounidense exige además el propósito de crear una imagen falsa o engañosa de negociación activa del valor o una imagen falsa o engañosa respecto del mercado para dicho valor.

En el caso del ordenamiento jurídico peruano, tal exigencia no se encuentra presente en el texto de la norma. Sin embargo, es importante señalar que la infracción se verifica siempre y cuando: (i) se configure el supuesto descrito en la norma, es decir, que no se haya producido una real transferencia de

valores, de los derechos sobre ellos u otras semejantes; y, (ii) que dicho supuesto implique una afectación a la transparencia e integridad del mercado de valores, tal y como antes han sido definidas.

De este modo, y por ejemplo, en el caso de una única transacción a precio de mercado y por una cantidad determinada de valores efectuada entre una persona natural y una Empresa Individual de Responsabilidad Limitada (EIRL), cuyo titular es dicha persona natural, si bien esta transacción se podría configurar como un supuesto de *wash sales*, dicha transacción *per se* no se configura como una infracción a las normas del mercado de valores, en razón de que no necesariamente se está afectando la transparencia e integridad del mercado de valores. En este caso, dado que la transacción se ha realizado a precio de mercado, la transacción no ha incorporado ninguna información adicional al mercado que los agentes puedan haber tomado en cuenta a efectos de adoptar una decisión de inversión o desinversión. De este modo, si dicha transacción se hubiera realizado a través de una operación cruzada, sin interferir en las fuerzas de oferta y demanda, aunque la transacción califica como ficticia, no es susceptible de sanción por infracción a las normas del mercado de valores, en la medida que ni la transparencia ni la integridad de mercado se han visto afectadas.

Es importante mencionar, que en el supuesto anotado se considera que se trata de la misma persona, aunque desde el punto de vista jurídico sean dos sujetos de derecho, de un lado, la persona natural y, de otro lado, la persona jurídica (EIRL). Nótese que en términos económicos, el beneficiario

(15) *Section 9 — Manipulation of Security Prices:*

*a. Transactions relating to purchase or sale of security*

*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange:*

*1. For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security registered on a national securities exchange, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (...)*

Sección. 9. (78i)

(a) será ilícito para cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso del servicio postal, o de cualquier medio o recurso interestatal, o de cualquier instalación de Bolsa de comercio nacional, o para cualquier miembro de una Bolsa de comercio nacional:

(1) Con el fin de crear una imagen falsa o engañosa de negociación activa de cualquier título registrado en una bolsa de comercio nacional, o una imagen falsa o engañosa respecto del mercado para dicho título valor, (A) realizar respecto de dicho título valor de cualquier transacción que no implique cambio en el usufructuario del mismo, o (...).

Traducción obtenida de los materiales entregados con ocasión del Programa de Entrenamiento Regional sobre Regulación de los Mercados de Valores, efectuada por H.S. Securities and Exchange Commission en el Perú, Junio 2001. Capítulo VII. Investigación y Comprobación de un Caso de Manipulación del Mercado. Thomas V. Sjöblom. Sub Jefe, Departamento de Asuntos Legales, División de Enforcement, Securities and Exchange Commission (SEC). pp. 7-57.

de los valores en la transacción efectuada es el mismo. En este caso, el patrimonio de la EIRL forma parte del patrimonio de la persona natural titular de la misma, por lo que solo se produce una redistribución de su patrimonio. En consecuencia, cuando se señala que no existe cambio de beneficiario de los valores, de los derechos sobre ellos u otros semejantes, dicho beneficiario debe ser entendido, no necesariamente en términos jurídicos, sino en términos económicos.

De igual modo, cabe señalar que otro caso sería la transacción efectuada entre una *holding* y su subsidiaria. Nótese que en este caso también se trata de dos sujetos de derechos, pero de un mismo patrimonio.

Asimismo, es importante señalar que en este supuesto, independientemente de la modalidad utilizada en la realización de la transacción que califica como ficticia (como por ejemplo, el empleo de interpósita persona como aparente contraparte, o una venta y recompra simultánea o una compra y reventa simultánea entre las mismas partes, etétera)<sup>(16)</sup>, el resultado final es que no existe desplazamiento de los valores, de los derechos sobre ellos u otros del patrimonio de una persona a otra.

b) Aquellas efectuadas a precios evidentemente distintos a los del mercado.

A diferencia del supuesto de transacción ficticia anterior, nótese que en este caso, respecto de los tres elementos de todo acto simulado, se tiene: (i) sí existe una identificación entre la voluntad interna de las partes y la declaración de voluntad de la parte o partes involucradas en la transacción, es decir, se quiere y se realiza efectivamente la transacción; (ii) no existe un concierto entre las partes para producir el acto simulado. Es decir, no hay acto simulado. En este caso, la transferencia a un precio evidentemente distinto del de mercado, es real, es lo se quiere; y, (iii) sí existe el propósito de engaño, es decir, el propósito de crear la apariencia frente a terceros de que el **precio** de la transacción es producto de las fuerzas de oferta y demanda del mercado (precio de mercado), y no de intereses particulares de las partes. Respecto de este último punto, al igual que en el supuesto de transacción ficticia anterior, existe *per se* el efecto de engaño a los terceros.

En suma, nótese que en este supuesto, lo ficticio no es la transacción en sí, sino el precio.

Asimismo, en este supuesto, al igual que en el caso anterior, tampoco es necesario demostrar que existe el propósito de crear una imagen falsa o engañosa de negociación activa del valor o una imagen falsa o engañosa respecto del mercado para dicho valor, basta que el supuesto se haya configurado y que el mismo represente una trasgresión a la transparencia e integridad del mercado de valores. Sin embargo, nótese que en este supuesto a diferencia del supuesto anterior, la verificación del mismo representa *per se* dicha trasgresión, tal y como a continuación explicaremos.

A tales efectos, es importante señalar qué se debe entender por un precio evidentemente distinto del de mercado. En primer término, se entiende por **precio de mercado** de un determinado valor a aquel que se produce como resultado de la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda generadas por múltiples y pequeños inversionistas racionales y bien informados. En un mercado altamente líquido y profundo, el precio de mercado se formaría sobre la base de las expectativas de los inversionistas respecto de los flujos de caja esperados en el futuro considerando toda la información pública disponible, es decir, las condiciones de mercado vigentes. En este caso, cada nuevo precio de negociación de un valor debería considerar el precio de mercado registrado antes del ingreso de la propuesta de compra y/o de venta que dieron lugar a dicha negociación, así como los nuevos hechos o eventos que afecten su valoración y hayan sido dados a conocer al mercado.

En segundo lugar, se entiende por **precio de una transacción ficticia** con un determinado valor, a aquel que principalmente o exclusivamente es el resultado de consideraciones e intereses particulares de las partes involucradas en la transacción, antes que el resultado de la libre interacción de fuerzas de oferta y demanda que responden a las condiciones de mercado vigentes.

En tercer lugar, nos resta dar algunos alcances sobre lo que es posible entender como **evidentemente distinto**. Según el Diccionario de la Real Academia Española (DRAE), el adjetivo evidente (del latín *evidens*, *-entis*) incluye los

(16) Los ejemplos han sido tomados de: ALEMANY EGUIDAZU, Jesús Miguel. Op. cit.; pp. 240-242.

siguientes significados: (i) cierto, claro, patente y sin la menor duda; y, (ii) usado como expresión de asentimiento.

En este orden de ideas, se entiende que, en el caso de un valor altamente líquido y profundo, evidentemente distinto hace referencia a un precio que ciertamente no solo no es resultado de la libre interacción de oferta y demanda, sino que además presenta una variación clara, patente respecto del precio de mercado. Asimismo, es importante indicar que naturalmente dicha variación puede ser superior o inferior al precio de mercado.

Ahora bien, dicha variación clara, patente debe ser **evaluada principalmente en términos cualitativos**. En este caso, el criterio cuantitativo no es determinante, al igual que en el supuesto de la realización de transacciones con valores con el objeto de hacer variar artificialmente los precios. Al respecto, en el Informe No. 134-98-EF/94.40 de la Gerencia de Mercado de Valores, de fecha 16 de septiembre de 1998, correspondiente a la evaluación del recurso de reconsideración del caso Investa, se señaló expresamente que “(l)as variaciones de precios no son artificiales o dejan de serlo por la cuantía de las mismas sino por la forma en que se producen”<sup>(17)</sup>.

De este modo, el precio de un valor altamente líquido y profundo será evidentemente distinto del precio de mercado no necesariamente por la cuantía de la variación, sino porque cualitativamente es posible demostrar que dicho precio no respeta las condiciones de mercado vigentes ni es producto de la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda, y por ende se produce *per se* una trasgresión a la transparencia e integridad del mercado de valores.

En esta línea de razonamiento, es pertinente precisar -de manera similar al caso de transacciones con valores con el objeto de hacer variar artificialmente los precios-, que aunque la variación entre el precio de la transacción susceptible de configurar el supuesto objeto de análisis y el precio de mercado, se encuentre dentro de los márgenes de mercado, eso no significa que el supuesto de la norma no se haya verificado y que por ende no sea susceptible de sanción.

Esto último obedece a que “la existencia del margen de mercado no tiene por objeto evitar la existencia de precios artificiales (ni transacciones a precios evidentemente distintos de los de mercado) sino más bien de variaciones bruscas -artificiales o no (a precios evidentemente distintos del mercado o no)- de los mismos. En consecuencia, la observancia de los márgenes de mercado no es determinante de la existencia o inexistencia de una variación artificial de precios (o de transacciones efectuadas a precios evidentemente distintos de los de mercado). De aceptarse el argumento según el cual no existen precios artificiales (o precios evidentemente distintos de los de mercado) en las transacciones que se realizan dentro del rango lícito de variaciones de precios del mercado, debería concluirse que en los mercados en los que no existen márgenes no puede existir variación artificial (o transacciones con precio evidentemente distintos de los de mercado), toda vez que cualquier rango de variación es lícito. Evidentemente, esto es un error (...)”<sup>(18)</sup>.

De manera específica, y con relación a la regulación del margen de mercado tenemos el artículo 20 del Reglamento de Operaciones de Rueda de Bolsa de Valores de Lima, en adelante el

(17) Dicha afirmación se efectúa en el marco de análisis sobre si la variación del precio es artificial o no, dado que se encuentra dentro de los márgenes del mercado. Asimismo, es pertinente mencionar que el referido análisis y dicha afirmación sirvió de base para el pronunciamiento sobre el recurso de apelación presentado por Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa, que realizó el Directorio de la CONASEV mediante Resolución No. 147-98-EF/94.10 de fecha 10 de noviembre de 1998.

(18) Informe No. 134-98-EF/94.40, de fecha 16 de setiembre de 1998, correspondiente a la evaluación del recurso de reconsideración interpuesto por Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa. pp. 3 y 4. Resolución CONASEV No. 147-98-EF/94.10 de fecha 10 de noviembre de 1998, pronunciamiento sobre el recurso de apelación presentado por Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa. “Con relación al argumento según el cual no existió variación artificial de precios, por cuanto el descenso de la cotización de las acciones comunes emitidas por Ferreyros como resultado de las operaciones realizadas por Investa (...) no excedió el límite del 10 por ciento establecido en las normas vigentes, debe indicarse que el referido límite del 10 por ciento no es y no se considera como un parámetro a partir del cual se califique como manipulación una operación que pudiera excederlo. Por el contrario, dicho límite tiene como objeto establecer una moderación en la fluctuación de las cotizaciones permitiendo un orden en la cotización. En tal caso, si se atiende a lo expresado por la recurrente se podría llegar a sostener que en aquellos mercados en donde no se ha fijado límite a las fluctuaciones jamás podría sancionarse variación artificial de precios”.

Reglamento de Operaciones, aprobado por Resolución CONASEV No. 021-99-EF/94.10, que establece:

**Artículo 20. Margen de mercado**

Es la máxima **fluctuación diaria**<sup>(19)</sup> de los precios propuestos de un valor fijada por el Consejo previa opinión de la Dirección de Mercados.

Para establecer los límites diarios en función al margen de mercado vigente se considerará la última cotización o propuesta, la que sea mejor.

Y dentro de las disposiciones aprobadas por el Consejo Directivo de la Bolsa de Valores de Lima en el marco de lo dispuesto por el Reglamento de Operaciones, tenemos que en Sesión CD-676/99 del 17 de febrero de 1999, se estableció lo siguiente:

“El margen de mercado para las operaciones al contado con acciones o valores representativos de derechos sobre acciones es del 15 por ciento, el que es calculado sobre la última cotización de cierre o propuesta, la que fuera mejor. La Dirección de Mercados podrá autorizar una variación adicional del 15 por ciento bajo razones debidamente fundamentadas. Si persistiera la presión compradora o vendedora que justifique una fluctuación de precios superior, la Dirección de Mercados podrá suspender la negociación del valor y aplicará el procedimiento de formación de precios a que se refiere el artículo 19 del Reglamento”.

ÚLTIMA COTIZACIÓN DE CIERRE O PROPUESTA	LA QUE FUERA MEJOR
Si P.Cierre < Prop. Compra	Prop. Compra
Si Prop. Venta < P.Cierre	Prop. Venta
Si Prop. Compra <= P.Cierre <= Prop. Venta	P.Cierre

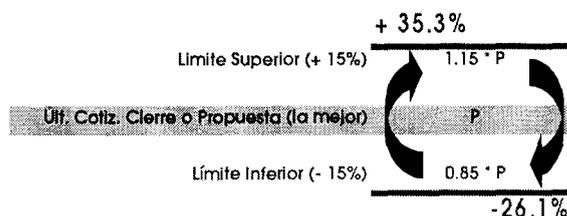
Este porcentaje máximo de fluctuación respecto de la última cotización de cierre o propuesta, la que fuera mejor, busca evitar que se registren niveles de dispersión (volatilidad) en los precios, tales que podrían llevar a algunos inversionistas a comprar o vender a precios generados por presiones compradoras o vendedoras no debidamente justificadas, por ejemplo, en una situación de pánico financiero.

En otras palabras, el margen de mercado tiene como único objetivo evitar que exista una sobre reacción por parte del mercado ante un hecho determinado. En consecuencia, en ningún caso el hecho de que los precios se encuentren dentro del

margen de mercado implica *per se* que se hayan respetado las condiciones de mercado vigente.

Nos explicamos. Si se respeta el margen de mercado, el precio de un valor podría incrementarse en una determinada rueda hasta un precio equivalente al 115 por ciento de la última cotización de cierre o propuesta, la que fuera mejor (límite superior), o también, podría disminuir hasta un precio equivalente al 85 por ciento de la última cotización de cierre o propuesta, la que fuera mejor (límite inferior).

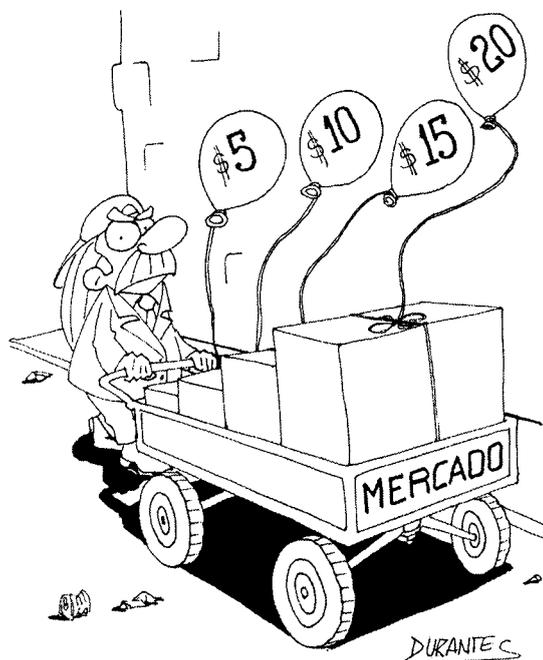
En este sentido, en el extremo se tiene que aun respetando el margen de mercado, el precio de un valor en una determinada rueda podría incrementarse desde el límite inferior hasta el límite superior en 35,3 por ciento de una operación a otra, o viceversa podría disminuir desde el límite superior hasta el límite inferior en 26,1 por ciento de una operación a otra.



Es más, si la Dirección de Mercados autorizara una variación adicional del 15 por ciento hacia arriba, la variación del precio de un valor del límite superior al inferior podría ser de hasta -34.6 por ciento, o viceversa, si la Dirección de Mercados autorizara una variación adicional del 15 por ciento hacia abajo, la variación del precio de un valor del límite inferior al superior podría ser de hasta 64.3 por ciento.

En este sentido, en la hipótesis negada de que el margen de precios tuviese como finalidad evitar la realización de conductas como, por ejemplo, la realización de operaciones con el objeto de variar artificialmente el precio o la realización de transacciones ficticias a un precio evidentemente distinto del de mercado, la autoridad que supervisa y regula el mercado de valores tendría que aceptar como necesariamente lícitas las transacciones antes referidas, que llegan incluso a presentar variaciones en el precio de hasta más de 60 por ciento. Es decir, esto implicaría afirmar erróneamente que

(19) El resaltado es nuestro.



operaciones que registren variaciones en el precio cuantitativamente significativas y que no se justifiquen o expliquen por las condiciones de mercado vigentes, no podrían ser objeto de cuestionamiento por parte de la autoridad por el solo hecho de encontrarse dentro de los márgenes de mercado.

Del mismo modo, el que se registren precios que se encuentran fuera del margen de mercado no implica que no se hayan considerado las condiciones de mercado vigentes, dado que han existido casos

en que la Dirección de Mercados ha considerado que era justificado permitir una variación de precios por encima del 15 por ciento de la cotización de cierre del día anterior<sup>(20)</sup>.

En consecuencia, que los precios se muevan dentro de los márgenes de mercado no garantiza en ningún caso que los inversionistas hayan respetado o no las condiciones de mercado vigentes.

Ahora bien, a efectos de determinar si se produce una transacción a un precio evidentemente distinto del de mercado, se deberá tener en cuenta, entre otros elementos, y sin que la presente enumeración tenga carácter limitativo, tan solo enunciativo, los siguientes indicios:

a) No se produce ningún hecho o evento que razonable y suficientemente justifique la variación significativa que se registra en el precio de la transacción objeto de análisis respecto del precio de mercado de la última transacción efectuada antes del ingreso de la propuesta que da origen a la realización de la transacción objeto de análisis o respecto del precio de mercado posterior a las operaciones que origina el ingreso de la mencionada propuesta<sup>(21)</sup>.

b) El precio de la propuesta que da origen a la realización de la transacción objeto de análisis registra un comportamiento atípico respecto del que registran los precios de las propuestas ingresadas por otros agentes del mercado antes y/o después del ingreso de la mencionada propuesta<sup>(22)</sup>.

c) Ningún otro agente del mercado efectuó operaciones a precios similares al precio al que se efectuó la transacción objeto de análisis antes y/o después del ingreso de la propuesta que da origen a dicha transacción<sup>(23)</sup>.

(20) A título de ejemplo, el 13 de enero de 2000, un día después del anuncio de la Oferta Pública Intercambio de Telefónica S.A., la Dirección de Mercados autorizó una variación de precios por encima del 15 por ciento de la cotización de cierre del día anterior.

(21) Por ejemplo, cuando a pesar de que en el mercado se viene negociando un valor líquido a un precio de S/.10 soles por acción, A y B negocian el mismo valor a un precio de S/. 20 soles ó S/. 2 soles por acción y no existe ninguna información adicional y pública que justifique dicha variación en el precio. Distinto sería el caso si la variación de dicho precio obedeciera a información adicional como por ejemplo la fusión o escisión de la compañía del valor que se está negociando, la entrada o salida de un socio estratégico, o la obtención o pérdida de una concesión, etcétera.

(22) Por ejemplo, en una determinada rueda en donde las propuestas de compra (venta) de un determinado valor -es decir, las intenciones de compra (venta) del mercado- vienen fluctuando en un rango de S/. 4 a S/. 6 soles por acción, se ingresa una propuesta de compra (venta) a un precio de S/. 9 por acción (S/. 1 por acción).

(23) Por ejemplo, cuando en una determinada rueda se ha venido negociando en las últimas operaciones un valor líquido a un precio de mercado que ha fluctuado alrededor de S/. 45 por acción, y se ingresa una propuesta de compra que da lugar a la realización de una operación a S/. 67 por acción, luego de la cual el mercado continúa negociando el valor a un precio que fluctúa alrededor de S/. 45 por acción.

Nótese que el indicio anterior y el presente, evidencia lo atípico de la operación desde que se origina con el ingreso de la respectiva propuesta hasta su realización en el mercado. Adicionalmente, es importante indicar que ocurre exactamente lo mismo cuando se produce una disminución en el precio.

d) El precio de la transacción objeto de análisis no se encuentra dentro de los límites mínimos y máximos dentro de los cuales oscilan los precios de las operaciones antes y después de que se realizan las operaciones que genera la propuesta que da origen a la realización de la transacción objeto de análisis, sin considerar los precios de dichas operaciones<sup>(24)</sup>.

e) Existen indicios suficientes que permiten inferir que el precio de la transacción objeto de análisis es un precio predeterminado o previamente concertado por las partes.

f) La transacción a precio evidentemente distinto del de mercado carece de sentido desde un punto de vista económico, racional para alguna de las partes involucradas<sup>(25)</sup>.

g) El precio de la transacción objeto de análisis representa algún beneficio -o evita alguna pérdida- para alguna de las partes involucradas<sup>(26)</sup>.

Finalmente, es importante indicar que la transacción objeto de análisis se efectúa por lo general a través de lo que se conoce como *improper matched order*, es decir, transacciones en donde ambas órdenes de compra y de venta son ingresadas al mismo tiempo, con el mismo precio y cantidad, por diferentes partes pero coludidas entre sí<sup>(27)</sup>.

De lo expuesto, el supuesto contemplado en el literal a) del artículo 12 de la LMV respecto de realizar una transacción a un precio evidentemente distinto del de mercado, la misma que califica como transacción ficticia, se configura cuando el precio de la transacción efectuada no es resultado de la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda generadas por inversionistas racionales y bien informados. En otras palabras, considerando las características particulares del mercado de valores peruano, dicho supuesto se configura cuando: (i) el

(24) Es decir, si los límites mínimos y máximos dentro de los cuales fluctuó el precio de un valor líquido, sin considerar los precios de las operaciones a que dio lugar la propuesta que originó la realización de la transacción objeto de análisis, son S/. 5 y S/. 8 soles por valor, respectivamente, y el precio de la operación que es susceptible de calificar como transacción ficticia a precio evidentemente distinto del de mercado, se realiza a S/. 3 ó S/. 11 por acción.

(25) Esto es, cuando analizado aisladamente el precio de la operación, ésta no resulta racional para alguna de las partes. Por ejemplo, porque existía la posibilidad de comprar en el mercado más barato, o vender en el mercado más caro respecto del precio al cual se realizó la operación y aunque una de las partes pueda obtener algún otro beneficio o evitar alguna pérdida como consecuencia de la realización de la operación a ese precio.

(26) Este indicio surge como consecuencia natural del anterior. En otras palabras, si para una de las partes el precio de la transacción no resulta razonable desde un punto de vista económico, sí lo será al menos para una de ellas, obteniendo un beneficio o evitando una pérdida como consecuencia directa de la realización de la operación.

(27) *Technical Committee, International Organization of Securities Commission, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 5 (May 2000).*

*En Estados Unidos, el supuesto de improper matched orders se encuentra regulado en la Securities Exchange Act of 1934: Section 9. Manipulation of Security Prices:*

*a. Transactions relating to purchase or sale of security*

*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange:*

*1. For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security registered on a national securities exchange, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (...) or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties.*

Sección. 9 (78i) (a) será ilícito para cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso del servicio postal, o de cualquier medio o recurso interestatal, o de cualquier instalación de Bolsa de comercio nacional, o para cualquier miembro de una Bolsa de comercio nacional:

(1) Con el fin de crear una imagen falsa o engañosa de negociación activa de cualquier título registrado en una bolsa de comercio nacional, o una imagen falsa o engañosa respecto del mercado para dicho título valor, (...) o B) emitir una orden u órdenes de compra de dicho título valor con el conocimiento de que la misma parte o partes diferentes han emitido o emitirán una orden u órdenes de venta de dicho título valor esencialmente por el mismo volumen, esencialmente al mismo tiempo y al mismo precio, o C) emitir una orden u órdenes de venta de dicho título valor con el conocimiento de que la misma parte o partes diferentes han emitido o emitirán una orden u órdenes de compra de dicho título valor esencialmente por el mismo volumen, esencialmente al mismo tiempo y esencialmente al mismo precio. Traducción obtenida de los materiales entregados con ocasión del Programa de Entrenamiento Regional sobre Regulación de los Mercados de Valores, efectuada por H.S. *SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION* en el Perú. Junio 2001. Capítulo VII. Investigación y Comprobación de un Caso de Manipulación del Mercado. Thomas V. Sjoblom. Sub Jefe, Departamento de Asuntos Legales, División de Enforcement, Securities and Exchange Commission (SEC). pp. 7-81.

precio no se ajusta a las condiciones de mercado vigentes, de acuerdo con la información pública que se encuentra disponible; y, (ii) se presentan interferencias en la formación del precio; implicando así una transgresión a la transparencia e integridad del mercado.

Finalmente y con relación a los supuestos de transacciones ficticias, es posible concluir que: (i) el común denominador de las transacciones ficticias es que proyectan una apariencia frente a terceros, en el primer caso, de una transacción que aparentemente es real pero que en realidad no existe, y en el segundo caso, de una transacción efectuada a un precio que aparentemente es producto de la libre formación de precios en el mercado, cuando en realidad es un precio evidentemente distinto del de mercado; y, (ii) que para que se configure la infracción, en ambos casos, es necesario que se verifique el supuesto previsto en la norma y que el

mismo implique una vulneración a la transparencia e integridad del mercado.

6.1.2 Efectuar transacciones con valores con el objeto de hacer variar artificialmente los precios, sin perjuicio de lo establecido en el inciso f) del artículo 194<sup>(28)</sup>. Inciso a) del artículo 12 de la LMV.

En este caso, por lo general se tratan de al menos dos o más transacciones que tienen como propósito incrementar o disminuir artificialmente el precio de un determinado valor<sup>(29)</sup>.

En segundo lugar, dichas transacciones pueden ser reales o ficticias. En tercer lugar, el término transacciones, debe ser entendido de manera amplia; en este sentido, puede incluir propuestas de compra o de venta de un valor, dado que al igual que las transacciones, éstas pueden haber influido de manera artificial en el precio de dicho valor<sup>(30)</sup>.

(28) Artículo 194 de la LMV:

f) Promover el lanzamiento de valores públicos y privados y facilitar su colocación, pudiendo estabilizar temporalmente sus precios o favorecer las condiciones de liquidez de tales valores, siempre que medie acuerdo previo con el emisor u ofertante y sujeto a las disposiciones que dicte la CONASEV.

(29) En Estados Unidos, se regula un supuesto similar en la Sección 9 de la *Securities Exchange Act of 1934*.

*Section 9 — Manipulation of Security Prices:*

*a. Transactions relating to purchase or sale of security*

*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange:*

*(...)*

*1. To effect, alone or with one or more other persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange or in connection with any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others. (...)*

*Sección. 9 (78i) (a) será ilícito para cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso del servicio postal, o de cualquier medio o recurso interestatal, o de cualquier instalación de Bolsa de comercio nacional, o para cualquier miembro de una Bolsa de comercio nacional:*

*(...)*

2. Realizar, individualmente o con una o más personas, una serie de transacciones sobre cualquier título valor registrado en una Bolsa de comercio nacional, creando negociaciones activas reales o aparentes de dicho título valor o llevando o reduciendo el precio de dicho valor, con el fin de inducir a la compra o venta de dicho título valor por parte de terceros. (...) Traducción obtenida de los materiales entregados con ocasión del Programa de Entrenamiento Regional sobre Regulación de los Mercados de Valores, efectuada por H.S. *Securities and Exchange Commission* en el Perú. Junio 2001. Capítulo VII. Investigación y Comprobación de un Caso de Manipulación del Mercado. Thomas V. Sjoblom. Sub Jefe del Departamento de Asuntos Legales. *División de Enforcement, Securities and Exchange Commission* (SEC). pp. 7-81.

(30) LOSS, Luis y Joel SELIGMAN. *Fundamentals of Securities Regulation*. Little Brown, 1995.

Esta afirmación se ha tomado del comentario a la Sección 9 numeral 2 de la *Securities Exchange Act of 1934* efectuado por dichos autores: “*the Commission has held that the term transactions has a border meaning than purchases or sales and that in an auction market the mere placing of bids, even though they are not met by sellers, “may be as effective an influence on price as a completed sale”*”.

Refuerza esta afirmación, la tipificación de la conducta infractora para el caso de los agentes de intermediación que efectuara el anterior Reglamento de Sanciones, aprobado por Resolución CONASEV No. 910-91-EF/94.10 y modificado por la Resolución CONASEV No. 844-97-EF/94.10, en su artículo 15 numeral 1 literal c):

Artículo 15.-Son infracciones de los agentes de intermediación las siguientes:

1. Muy graves:

*(...)*

e) **Promover falsas condiciones de oferta o demanda** (resaltado nuestro) u oscilaciones artificiales en los precios, o contribuir a que unas u otras tengan lugar. Se sanciona con multa, suspensión o revocación de autorización de funcionamiento.

En cuarto lugar, es importante precisar que la frase con el objeto de variar artificialmente el precio implica que existe la intención de afectar el comportamiento del precio del valor -evidenciada en las propias características de las transacciones y de las circunstancias que las rodean- y no que existe el propósito de inducir a otros a negociar un valor. En la legislación peruana, a diferencia de lo establecido en la sección 9 (a) (2) de la *Securities Exchange Act of 1934*, el propósito de inducir a otros a negociar un valor no es un requisito para la existencia de una variación artificial de precios.

En este aspecto, la normativa nacional se asemeja más a lo dispuesto en la *Rule 10 b-5 - Employment of Manipulative and Deceptive Devices - General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act*<sup>(31)</sup>, respecto de la cual se entiende que el supuesto regulado ocurre aun cuando el inversionista no haya actuado con el propósito de inducir a otros a la compra o venta del valor<sup>(32)</sup>.

Finalmente, es importante dar algunos alcances sobre lo que es posible entender por variación artificial. Según el DRAE, el adjetivo artificial (del latín *artificialis*) incluye los siguientes significados: (i) Hecho por mano o arte del hombre; (ii) No natural, falso; (iii) Producido por el ingenio humano; (iv) Artificioso (Del latín *artificiosus*, significa: disimulado, cauteloso, doble).

En este sentido, el alcance de la frase variar artificialmente los precios, implica una variación de precios no natural, falsa, de manera disimulada, cautelosa. Si bien tanto en el caso de la variación artificial de precios como en el caso de una transacción ficticia a un precio evidentemente distinto del de mercado, la variación de precios es no natural, falsa, en el primer caso dicha variación es **disimulada o cautelosa**, mientras que en la transacción a un precio evidentemente distinto del de mercado la variación es **evidente**.

En otras palabras, en el caso de una transacción ficticia a un precio evidentemente distinto del de mercado, es posible demostrar en términos cualitativos que la variación en el precio no se ajusta a las condiciones vigentes en el mercado, mientras que en el caso del conjunto de transacciones que permiten variar artificialmente el precio de un valor, las variaciones de precios operadas por dichas transacciones son en términos cuantitativos y cualitativos no significativas.

Adicionalmente, se debe indicar que en este supuesto la variación artificial de precios se produce generalmente como consecuencia de una serie de transacciones o propuestas de compra o venta, mientras que en el caso de una transacción ficticia a un precio evidentemente distinto del de mercado es suficiente con que se verifique una sola transacción en el mercado.

(31) *Rule 10b-5 — Employment of Manipulative and Deceptive Devices*

*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange:*

*a. To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*

*b. To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*

*c. To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.*

Reg.240.10b-5. Empleo de Artificios Manipulativos y Engañosos. Será lícito para cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso de cualquier medio o recurso de comercio interestatal, o del servicio postal, o de cualquier instalación de cualquier Bolsa de Comercio Nacional:

a. Emplear cualquier artificio, plan o subterfugio para cometer fraude,

b. Efectuar cualquier declaración falsa de un hecho relevante, u omitir la declaración de un hecho relevante necesario para las declaraciones efectuadas, a la luz de las circunstancias en que se efectuaron, no conduzcan a equívocos, o

c. Comprometerse en cualquier acto, práctica u operativa comercial que pueda resultar un fraude o engaño a cualquier persona, en relación con la compra o venta de cualquier título valor.

Traducción obtenida de los materiales entregados con ocasión del Programa de Entrenamiento Regional sobre Regulación de los Mercados de Valores, efectuada por H.S. *Securities and Exchange Commission* en el Perú. Junio 2001. Capítulo VII. Investigación y Comprobación de un Caso de Manipulación del Mercado. Thomas V. Sjoblom. Sub Jefe del Departamento de Asuntos Legales. División de Enforcement, *Securities and Exchange Commission* (SEC). p. 7-82.

(32) COX, James y otros. *Securities Regulation: Cases and Materials*. Aspen Law & Business, 199.7 p. 559.

### 6.1.3 Efectuar transacciones por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento. Inciso b) del artículo 12 de la LMV<sup>(33)</sup>.

Como se ha visto, la LMV ha tipificado de manera explícita en el inciso a) de su artículo 12, las siguientes: (i) transacciones ficticias (en sus dos modalidades); y, (ii) transacciones con el objeto de hacer variar artificialmente los precios, como transacciones que podrían alterar la transparencia de las operaciones.

Sin embargo, el legislador reconociendo que éstas no son las únicas transacciones, conductas, prácticas, actos o mecanismos que pueden afectar la transparencia e integridad del mercado de valores, al incorporar los supuestos contemplados en el artículo 12 literal b) de la LMV, ha dejado abierta la posibilidad de que la realización de otras transacciones o la inducción a la compra o venta de un determinado valor por medio de actos, prácticas o mecanismos engañosos o fraudulentos, no contemplados explícita ni específicamente, puedan ser sancionadas.

En tal sentido, se encuentra prohibida la realización de cualquier otra transacción que se efectúe por medio de actos, prácticas o mecanismos engañosos o fraudulentos, siempre que ésta atente contra la transparencia de las operaciones, afectando así la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda, y, por tanto, la eficiencia, justicia e integridad del mercado.

Ahora bien, entendemos por engaño, como la doctrina y en general en el tema de competencia desleal y publicidad comercial se viene entendiendo, que éste -el engaño- se puede configurar como consecuencia de: (i) la utilización o difusión de indicaciones incorrectas o falsas, (ii) la omisión de las verdaderas; y, (iii) cualquier otro tipo de práctica -acto, mecanismo- que por las circunstancias en que tenga lugar sea susceptible de inducir a error a las personas a las que se dirija o alcance<sup>(34)</sup>. En otras palabras, entre los medios utilizados para inducir,

por lo general, se pueden utilizar difusión u omisión de información o transacciones que trasmitan determinada señal al mercado, medios que finalmente tienen como objetivo conducir a que los agentes de mercado tomen decisiones de inversión no eficientes como consecuencia de formarse una representación de los hechos que no coincide con la realidad.

Del mismo modo y en líneas generales, entendemos por fraude el engaño intencional con la finalidad de obtener un beneficio o evitar una pérdida. Nótese que el engaño puede ser involuntario, a diferencia del fraude. En este sentido, es posible afirmar que en toda situación de fraude siempre existe engaño, sin embargo toda situación de engaño no necesariamente califica como fraude.

Finalmente, es importante señalar que en este caso, a diferencia del segundo supuesto regulado en el literal b) del artículo 12 de la LMV que se desarrolla a continuación, la autoridad del mercado no necesita acreditar la existencia del propósito de inducir a otros a la compra o venta de un determinado valor.

### 6.1.4 Inducir<sup>(35)</sup> a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento. Inciso b) del artículo 12 de la LMV.

A efectos de salvaguardar la transparencia de las operaciones y eficiencia del mercado de valores, la LMV prohíbe la realización de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento tenga por objeto instigar, persuadir a alguien para que compre o venda valores, independientemente de si la compra o venta del valor se verifica o no, así como independientemente de si se obtiene o no un beneficio para sí mismo.

De manera similar al supuesto anterior, los medios utilizados para inducir deben ser fraudulentos o engañosos.

Nótese, sin embargo que el propósito de inducir a otros a la compra o venta de los valores,

(33) Un supuesto similar es regulado por la *Rule 10 b-5 -Employment of Manipulative and Deceptive Devices- General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act.*

(34) Criterios tomados del Documento elaborado por el Instituto de Defensa de la Competencia y Propiedad Intelectual, Indecopi, que contiene los Lineamientos sobre Competencia Desleal y Publicidad Comercial, aprobados por Resolución No. 001-2001-LIN-CCD/INDECOPI de fecha 20 de julio de 2001, y que consideramos como perfectamente trasladables y aplicables al ámbito del mercado de valores.

(35) Según el DRAE, el verbo inducir (Del latín *inducere*) incluye los siguientes significados: (i) Instigar, persuadir, mover a alguien, (ii) Ocasionar, (iii) Fil. Extraer, a partir de determinadas observaciones o experiencias particulares, el principio general que en ellas está implícito; y, (iv) Fís. Producir a distancia en otros cuerpos fenómenos eléctricos o magnéticos.

---

En otras palabras, el margen de mercado tiene como único objetivo evitar que exista una sobre reacción por parte del mercado ante un hecho determinado.

---

debe apreciarse a partir de la forma de realización de las transacciones, de las circunstancias que rodean la transacción y de la conducta exteriorizada por el presunto infractor al realizar las transacciones.

Finalmente, es importante precisar que en ninguno de los supuestos del artículo 12, literales a) o b) de la LMV, se debe necesariamente producir un daño a las partes involucradas en la conducta infractora. Es decir, los supuestos prescinden del perjuicio efectivamente producido.

En efecto, “(l)a manipulación puede constituir un crimen sin víctimas. No necesariamente los compradores pierden dinero cuando cesa la conducta manipuladora, aunque el colapso del mercado es un factor de importancia para demostrar la existencia de un esquema manipulativo”<sup>(36)</sup>.

Asimismo, se debe indicar que existe jurisprudencia inglesa que data del año 1814, en el primer caso de manipulación ocurrido en Gran Bretaña, en que la corte señaló por unanimidad que no era necesario demostrar que el gobierno había sido perjudicado, ni que los demandados habían sido beneficiados. La esencia del problema era que el público tiene derecho a que un mercado natural no sea falseado<sup>(37)</sup>.

## 7. Comentarios finales

A modo de conclusión, es posible afirmar que toda práctica o conducta –intencionada o no– basada

en la divulgación de información o en la negociación, que interfiera en la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda en el mercado secundario de valores, y que pudiera llevar a confundir o engañar a los inversionistas, debería ser prohibida y sancionada, en tanto afecta la eficiencia y transparencia del mercado de valores.

De este modo, el fin último de la prohibición de este tipo de prácticas o conductas es promover la confianza de los partícipes en el mercado de valores, al garantizar la transparencia y eficiencia en su funcionamiento, protegiendo la integridad del mismo.

Asimismo, de esta primera aproximación al tratamiento normativo del tema de manipulación de precios, es posible afirmar que dada la amplitud en la redacción de la norma, el elemento esencial para determinar el contenido y los alcances de los supuestos descritos, sin duda, será lo que entendamos por integridad y transparencia del mercado, con el riesgo de generar incertidumbre en cuanto al contenido y los alcances precisos de los supuestos establecidos, pero con la certeza de que difícilmente alguna conducta o práctica desleal en el mercado de valores peruano pueda quedar impune por insuficiencia de la norma.

Sin embargo, y si bien los lineamientos generales están dados, hoy nos corresponde reflexionar sobre los alcances de los mismos, con el objeto de delimitar, esclarecer, y precisar los supuestos regulados como conductas que afectan la transparencia de las operaciones.

En este sentido, la descripción de principios como integridad y transparencia del mercado de valores, así como las afirmaciones respecto de los supuestos contemplados como conductas o prácticas desleales en el mercado de valores efectuadas en el presente artículo, tan solo pretenden ser algunos apuntes que contribuyan a su discusión considerando la realidad del mercado de valores peruano donde no solo existe mucho camino por recorrer, sino que además se hace camino al andar.  $\square$

(36) Materiales entregados con ocasión del Programa de Entrenamiento Regional sobre Regulación de los Mercados de Valores, efectuada por *H.S. Securities and Exchange Commission* en el Perú. Junio 2001. Capítulo VII. Investigación y Comprobación de un Caso de Manipulación del Mercado. Thomas V. Sjoblom. Sub Jefe, Departamento de Asuntos Legales, División de Enforcement, *Securities and Exchange Commission* (SEC). p. 2.

(37) LOSS, Luis y Joel SELIGMAN. Op. cit.; p. 932.