

LA REGULACIÓN EN EL MERCADO DE LOS VALORES MOBILIARIOS

Gerardo Serra Puente-Arnao*

1. NOCIÓN DE MERCADO

En sentido amplio, puede definirse un mercado como el lugar o espacio donde compradores y vendedores entran en tratos comerciales, ya sea directamente o por intermedio de agentes, de modo que los precios que se pidan en una parte del mercado influyan sobre los que se paguen en otras partes del mismo. Se dice que los mercados son perfectos cuando los precios pagados en cada operación son conocidos inmediatamente entre las partes y donde todo comprador puede negociar con cualquier vendedor; e imperfectos, cuando los precios que se pagan son desconocidos para algunos compradores o vendedores.¹

2. CONCEPTO Y FUNCIONES DEL MERCADO DE LOS VALORES MOBILIARIOS

Una primera aproximación al concepto de mercado de los valores mobiliarios nos lleva a considerarlo como un lugar o espacio en el que oferentes y demandantes entran en trato generalmente a través de un intermediario a fin de comprar o vender (o negociar e intercambiar) determinados bienes de características especiales denominados valores mobiliarios.

Desde un sentido lato o económico (no jurídico), los valores mobiliarios son activos financieros, los mismos que pueden ser definidos como "títulos emitidos por unidades económicas de gasto que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los emiten". Es decir, "son activo y pasivo en una misma medida: son activo para el adquirente y pasivo para el emisor"². O también,

En el presente artículo, el autor busca introducirnos en el tema del Mercado de Valores. Así, partiendo de una definición del mismo, termina por delimitar su objeto a los valores mobiliarios, considerados como "títulos emitidos por unidades económicas de gasto que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los emiten".

En este contexto, resulta de gran importancia la regulación de dicho mercado para mantener la confianza y proteger al inversionista. Además, con la exigencia de la transparencia y de una adecuada información, los mercados se tornarán más eficientes. Por último, ante la interrogante sobre quién debe regular el mercado, nos describe los dos modelos imperantes: el norteamericano y el británico, para luego pasar al que predomina actualmente en nuestro país.

* Abogado.

¹ ARGERI, Saúl. "Diccionario de Derecho Comercial y de la Empresa". Buenos Aires. Astrea, 1982, p. 283.

² ALONSO ESPINOSA, Francisco José. "Mercado Primario de Valores Negociables". Barcelona, José María Bosh Editor, 1994, p. 198.

pueden ser definidos, desde la perspectiva del adquirente, como un tipo de activo intangible cuyo valor consiste en un derecho a obtener un beneficio futuro.³ Por tanto, se contraponen a los llamados activos reales, que constituyen bienes corporales, muebles o inmuebles, de existencia tangible y no representados en valores como los primeros.

Los activos financieros son objeto del llamado mercado financiero, el cual tiene como función esencial permitir la transferencia eficiente de fondos desde aquellas personas o instituciones que tienen exceso de los mismos hacia aquéllos que los necesitan para adquirir activos tangibles (los primeros actúan como inversores - unidades con superávit - y los segundos como emisores - unidades de déficit -). Igualmente, el mercado financiero tiene como funciones, entre otras:⁴

- a) Determinar el precio de los activos financieros gracias a la interacción de compradores y vendedores (proceso de formación de precios);
- b) Dar liquidez a la inversión en activos financieros a través de los mercados secundarios; y,
- c) Reducir los costos de transacción, los cuales se dividen en dos clases:
 - 1) Los costos de búsqueda, que representan costos explícitos, tales como el dinero empleado en anunciar que se desea comprar o vender un determinado activo financiero, o costos implícitos, tales como el valor del tiempo empleado en la búsqueda de alguien que nos quiera vender o comprar el activo financiero en cuestión (según Cachón Blanco);
 - 2) Los costos de información, que son aquéllos en los que incurrirían los compradores y vendedores con el fin de conocer la información necesaria en relación con los activos financieros que deseen transar.

El mercado financiero a su vez comprende el mercado de dinero, el mercado de capitales y los mercados de bienes futuros y derivados.⁵

El mercado de dinero (o monetario) cubre las necesidades de las empresas a corto plazo, es decir, son

fondos proporcionados normalmente por bancos comerciales destinados a que las empresas ya existentes puedan operar o realizar actividades manteniendo una capacidad productiva determinada. Se incluyen en este mercado al dinero y a los instrumentos de corto plazo (vencimiento menor a un año).

El mercado de capitales, a diferencia del mercado de dinero, cubre las necesidades financieras de las empresas a mediano y largo plazo, relativas al financiamiento de nueva inversión productiva. Ello supone, por tanto, un cierto período de maduración.

Por último, en el mercado de futuros y derivados se negocian contratos para ejecutarse en el futuro sobre la base de condiciones establecidas en el presente. Cuando los mercados a futuro proveen información sobre precios puede decirse que permiten la elaboración de planes al disminuir los riesgos de fluctuaciones de corto plazo.⁶

Teniendo en cuenta que los valores mobiliarios tienen como fundamento una causa financiera, éstos cumplen semejantes funciones a la de los activos financieros de corto, mediano y largo plazo, por lo que debe considerarse al mercado de los valores mobiliarios incluido dentro del mercado financiero, tomando parte del mercado de capitales y de dinero. Por esta misma razón puede considerarse que el mercado de los valores mobiliarios comparte las funciones antes mencionadas del mercado financiero.

3. EL OBJETO DE PROTECCIÓN DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

La función esencial de los mercados financieros, conforme hemos establecido en el punto anterior, es poner en contacto de la forma más eficientemente posible las unidades de ahorro con las unidades de gasto, es decir, asegurar el correcto funcionamiento de los flujos financieros de la economía; por ende la función de la regulación de los mercados financieros será favorecer dichos flujos.⁷ En consecuencia, la regulación del mercado de valores nace con la finalidad de garantizar la eficiencia de los mercados de valores o, lo que es lo mismo, garantizar el buen funcionamiento de los mercados;⁸ teniendo como

³ CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Activos y Mercados Financieros. Las Acciones". Madrid, Ediciones Pirámide 1996, p. 16.

⁴ Ibid. pp. 20, 24.

⁵ CASTELLARES AGUILAR, Rolando y otros. "El ABC del Mercado de Capitales". Lima, 1982, p. 32.

⁶ VERCHIK, Ana. "Mercado de Capitales". Buenos Aires, Macchi, 1993, p. 689.

⁷ SALINAS ADELANTADO, Carlos. "Desregulación y Neoregulación en el Mercado de Valores". En: Revista de Derecho Mercantil número 224, abril-junio, Madrid, p. 751.

⁸ Ibid. p. 751.

premisa fundamental que las fuerzas solas del mercado resultan ineficientes para alcanzar una asignación deseada de recursos. De esta manera, un mercado de valores eficiente es aquél en el cual existe una adecuada asignación de recursos y formación de precios, conforme veremos en el punto 5.1.

Adicionalmente, se acepta con cierta generalidad, pero no en igual grado en relación con la importancia que se le asigna, que la regulación del Mercado de Valores tiene como finalidad la protección del inversionista; lo que se justifica en tanto que son estos inversionistas, cualquiera sea su calidad (personas naturales, institucionales u operadores), los que realizan transacciones (adquisiciones o negociaciones) con los bienes objeto de este mercado, es decir, con los valores mobiliarios. Al respecto, Salinas manifiesta que la forma de protección a los inversionistas puede ser concebida de dos formas:⁹

- a) La protección del inversionista como forma de reforzar la confianza de los mercados.¹⁰ Esta perspectiva tiene como premisa que la protección del inversionista sólo se justifica porque es bueno para los mercados, es decir, dado que la pérdida de confianza en los mercados se origina básicamente en la percepción de los inversionistas, entonces, con el fin de preservar la confianza en los mercados de valores se protege a dichos inversionistas. En tal sentido, en caso de conflicto mercado-inversor, siempre será sacrificado el inversionista.
- b) La protección del inversionista como fin en sí mismo. Bajo esta perspectiva, en determinadas circunstancias puede justificarse la introducción de medidas que generen algunas ineficiencias en el mercado.

Hay quienes sostienen que debe primar la protección del inversionista como fin en sí mismo en todos los niveles. Esta es la posición de Rafael Garza, para quien los distintos entes reguladores mexicanos, como son la Comisión Nacional Bancaria, la Comisión Nacional de Valores y la Comisión Nacional de Seguros y Finanzas “tienen como función principal cuidar los intereses del público inversor mediante la operación regular de las instituciones de intermediación financiera”. Asimismo, señala que la principal función de

la autorregulación es la de cuidar los intereses de los inversionistas, “y la segunda es encauzar el mercado bursátil”.¹¹

Por otra parte, Alonso Espinosa también coincide con que el fin supremo de la regulación es brindar protección al inversionista.¹² Para este autor, la regulación del Mercado de Valores debe establecer un sistema jurídico capaz de proteger las expectativas de quienes invierten en valores. Estas expectativas giran en torno a la satisfacción de los intereses de liquidez, rentabilidad y seguridad, características que son inherentes a todo acto de inversión. En consecuencia, el inversionista en valores se convierte así en el elemento subjetivo central de esa nueva categoría sistemática que tiende a ser el Derecho del Mercado de Valores y, por tanto, el destinatario, directo o indirecto, del régimen de los mercados primarios y secundarios de valores.

Para Alonso Espinosa la caracterización del inversionista en valores como centro del sistema jurídico del Mercado de Valores debe superar la concepción tradicional, casi decimonónica, fundada en el tratamiento estricto de su posición según el contenido de los derechos que suponen los valores bajo su titularidad, que diferencia entre los inversionistas en valores representativos de recursos propios (acciones) y los inversionistas en valores representativos de recursos ajenos (obligaciones y demás valores asimilables). El punto de partida para esta indiferenciación es la naturaleza de un acto de inversión desde una perspectiva jurídica. Desde esta perspectiva el acto de inversión, la entrega de dinero por el *tradens*/inversionista al *accipiens*/financiado no está relacionada, a su vez, con la recíproca entrega de mercancías ni como remuneración de prestaciones de servicios u obras por parte del segundo al primero; por tanto, dicho desplazamiento no constituye ni el pago de una obligación ni un acto de liberalidad, sino que se enmarca en una categoría de contratos caracterizados porque la causa de las obligaciones derivadas de ellos se centra en torno a la entrega de medios financieros a cambio de la obtención de ventajas patrimoniales: los medios financieros son desplazados por el *tradens*/inversionista hacia el *accipiens*/financiado a fin de que este último los emplee en actividades productivas de riqueza y haga partícipe de la misma al inversor en las condiciones contractuales pactadas, quedando excluido, *ab initio*, el posible

⁹ Ibid, p. 753.

¹⁰ Como luego veremos en el punto 5, para Salinas la protección de la confianza en los mercados de valores y la transparencia son los dos elementos que conducen a un mercado de valores eficiente y a una adecuada protección de los inversionistas.

¹¹ GARZA BERLANGA, Rafael. “Autorregulación de la Intermediación Financiera”. México, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas A.C., 1991, p. 113 y 107.

¹² ALONSO ESPINOSA, Francisco José. Op. Cit. p. 27 y siguientes.

ánimo de intervención de éste en la administración de la empresa receptora de los medios financieros.

Si bien lo manifestado en los párrafos anteriores por los referidos autores respecto a la prioridad en la protección de los inversionistas, constituye una posición perfectamente defendible, en nuestra opinión la protección al mercado en sí y al inversionista deben equiparse, pues normalmente el perjuicio sufrido por un inversionista o por un conjunto de ellos afecta directamente a la eficiencia del mercado, y viceversa. Se trata, por tanto, de reconocer que tanto la eficiencia de los mercados de valores (o su buen funcionamiento) como la protección al inversionista son dos fines en sí mismos, debiéndose admitir, en casos muy excepcionales, la prioridad en favor de alguno de ellos, dependiendo de las circunstancias, lo cual siempre, en último término, será discutible desde la óptica de los intereses en juego.

4. ¿QUIÉN DEBE REGULAR EL MERCADO DE VALORES? ¿EL ESTADO O LOS PROPIOS PARTICIPANTES DEL MERCADO?

Establecido el objeto de protección de la regulación de los mercados de valores, cabe preguntarse quién debe regularlo o quién debe asumir la defensa de los intereses que el ordenamiento legal persigue proteger. La cuestión, en cierta manera, puede parecer vana en tanto el solo hecho de hablar de "regulación" nos lleva a pensar en un ordenamiento jurídico y, por tanto, en la noción de Estado. Sin embargo, la cuestión adquiere cierta relevancia si tenemos en cuenta que los mercados de valores no siempre fueron, o son regulados, en el sentido estricto del término, por normas (jurídicas), ni el Estado necesariamente asumió, o asume, directa o sustancialmente su regulación, como en el modelo británico (punto 6.2).

A nuestro juicio, la respuesta a la interrogante planteada dependerá, en último término, de las funciones, o fines de tipo económico-político-social, asignados al Estado en un ordenamiento jurídico determinado. En el actual estado de desarrollo de las sociedades se asigna normalmente al Estado, en menor o mayor medida, la posibilidad de intervenir en la economía con propósitos u objetivos diversos. De allí que la regulación sobre el Mercado de Valores básicamente tenga como fuente al Estado y se desarrolle en el derecho comparado, por influencia del modelo norteamericano, esencialmente en dos niveles (punto 6.1):

una ley o leyes principales marco, y un conjunto extenso de normas reglamentarias emanadas de un órgano especial con facultades regulatorias (Comisiones Nacionales de Valores).

Sin embargo, también existe la posibilidad que la atribución regulatoria del Estado pueda ser delegada en ciertas materias y compartida sobre la base de criterios, no necesariamente legales, como la disminución de los costos u otras consideraciones, con los participantes directos de este mercado, dando paso a la llamada autorregulación.

La autorregulación puede ser definida, de un lado, como la capacidad que tienen determinados participantes del mercado de normarse a sí mismos y a otros participantes; y de otro lado, como ese conjunto de normas mediante el cual estos participantes regulan principalmente su actividad, los mecanismos de solución de controversias y su conducta. Al respecto, Ana Verchik señala que la autorregulación "consiste en que de las propias entrañas de los participantes del mercado deben salir las regulaciones relativas a las sociedades cotizantes, sus transacciones, así como las soluciones para depurar excesos de sus integrantes"¹³.

Como se verá más adelante, la autorregulación es de principal importancia en el marco regulador británico (punto 6.2); mientras que en el modelo norteamericano, aunque no es la base sobre la que descansa la regulación, tiene espacios propios de actuación que la convierten en una fuente importante de regulación (punto 6.1). En este contexto son cada vez más los países con mercados de valores emergentes que otorgan mayor protagonismo a sus instituciones partícipes en la elaboración de sus propias normas operativas y de conducta que rigen el desarrollo de sus actividades.

El afianzamiento de la autorregulación tiende básicamente a buscar espacios propios y exclusivos de actuación, estableciendo límites claros y definidos en los cuales no debe intervenir la actividad estatal. En tal sentido, a esta tendencia le es indiferente el fortalecimiento de los órganos supervisores y el reforzamiento de la legislación estatal, pues la autorregulación no busca una disminución del control de los mercados por parte de los órganos supervisores ni una sustitución a la normatividad estatal, que constituyen, dentro del amplio ámbito de actuación, elementos indispensables para el buen funcionamiento de los mercados de valores.

¹³ VERCHIK, Ana. Op. Cit. p. 57.

Por otra parte, la autorregulación tiende a fijar mínimos estándares de normatividad a fin de ser adoptados a nivel nacional y facilitar la cooperación internacional, y a convertirse en el primer paso en el proceso de integración de mercados accionarios¹⁴. En tal sentido, la autorregulación ha sido reconocida como herramienta de cooperación internacional por la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV), la Asociación Internacional de Abogados Sección Derecho Empresarial (IBA, SBL), el *International Accounting Standards Committee* (IASC), el *International Capital Market Group* y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

En relación a cuáles temas deben ser regulados por el Estado y cuáles temas son susceptibles de ser autorregulados por los mismos participantes del mercado, se ha realizado la siguiente diferenciación: regulación de estructura (regulación "macro") y regulación de comportamiento (regulación "micro"). En la regulación de estructura se determina principalmente la organización del mercado y se fijan las condiciones mínimas de acceso al mismo, justificadas por el interés de asegurar la solvencia de los participantes en el mercado (como las normas sobre capital mínimo); y en la regulación de comportamiento se determinan las operaciones que pueden realizarse en el mercado, la actuación de los agentes que intervienen en el mismo (incluyendo a las empresas emisoras), entre otros temas. Atendiendo a esta diferenciación, se sostiene que la regulación "macro" o de estructura debería ser regulada por el Estado, mientras que la regulación "micro" o de comportamiento debería estar a cargo de los entes privados como las bolsas de valores.¹⁵

5. ELEMENTOS BÁSICOS QUE GARANTIZAN LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES Y LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

Llegado a este punto, conviene precisar brevemente qué elemento o elementos garantizan un mercado eficiente y una adecuada protección a los inversionistas. Al respecto, convenimos con Salinas que estos elementos fundamentales son la transparencia y la protección de la confianza en los mercados de valores, conforme pasamos a explicar.¹⁶

5.1. La transparencia

A través de la transparencia se persigue, de un lado, que "los inversores tengan la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que toman son los resultados de su propia decisión", a través del previo análisis de la información disponible en el mercado en relación con la operación que pretenden realizar.¹⁷ Desde otra perspectiva, la transparencia es un elemento esencial en la eficiencia de los mercados a través de la formación óptima de los precios.

Cabe preguntarse la razón por la cual la revelación de información surge como una necesidad en los mercados de valores. Con respecto a ello, se ha mencionado anteriormente que los mercados de valores tienen como objeto de intercambio los llamados activos financieros (punto 2); pues es la naturaleza especial de estos bienes lo que determina la necesidad de información, como elemento necesario para optimizar la asignación de recursos o eficiencia del mercado y la protección al inversionista.

Mientras que los denominados activos reales son susceptibles de apreciación material en tanto contienen un valor propio e intrínseco, los activos financieros deben ser apreciados desde su realidad jurídico-económica, pues su valor no es intrínseco sino extrínseco. El valor de estos bienes nace de los derechos patrimoniales que confiere, generalmente la participación en las utilidades, o en un flujo periódico de fondos, fijo o determinable, de un emisor, unido al grado de certeza que un inversionista tiene en relación con el cumplimiento de esas expectativas.

En este orden de ideas, la única forma de que una persona pueda representarse adecuadamente el grado de cumplimiento de sus expectativas sobre activos financieros o la realidad jurídico-económica de éstos será a través de la información. Es decir, la adquisición de un activo financiero por parte de un inversionista requerirá necesariamente de información en relación con sus características y la situación financiera de su emisor, sus productos o servicios, sus niveles de mercado, su administración, sus hechos de importancia, entre otros; si es que se quiere garantizar a los inversionistas una decisión adecuada respecto de la operación que se propone efectuar.

¹⁴ Ibid. p. 60.

¹⁵ ARTHUR ANDERSEN. "Comentarios acerca de la autorregulación bursátil". Lima, 1997, p. 14.

¹⁶ SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 752.

¹⁷ VERCHIK, Ana. Op. Cit. p. 156.

Desde otro ángulo, la transparencia constituye la clave para fijar los precios existentes y, por ende, es además el punto principal del concepto de mercado eficiente.¹⁸

Un mercado eficiente es “aquél en el que la interacción de un gran número de compradores y de vendedores da como resultado precios que reflejan toda la información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian y que reaccionan de manera virtualmente instantánea para reflejar la nueva información tan pronto como ésta se hace disponible”. Por el contrario, en un mercado ineficiente “la nueva información se refleja sólo gradualmente en los precios, el cambio de precios resultante se produce sólo gradualmente (...). En consecuencia, algunos compradores y vendedores pueden usar esa información en su provecho”.¹⁹

En otras palabras, siguiendo a Jones,²⁰ un mercado eficiente es aquél donde los precios de los valores reflejan rápida y completamente toda la información disponible. En tal sentido, un mercado eficiente supone que los inversionistas asimilarán toda la información pertinente de los precios al tomar sus decisiones de compra y venta. Por lo tanto, el precio actual de una acción (o un valor) refleja toda la información conocida que incluye no sólo la información previa, sino también la información actual, así como los eventos que están siendo anunciados y que serán realizados próximamente.

Atendiendo a la relación que existe entre la información y el precio, la eficiencia del mercado se puede graduar desde el más bajo al más alto nivel de eficiencia. En tal sentido, se habla de hipótesis de los mercados de valores eficientes, distinguiéndose tres versiones o formas:

- a) La versión débil, en la cual los precios actuales reflejan el precio histórico y los datos de ganancia pasados;
- b) La versión semifuerte, que corresponde a un mayor nivel de eficiencia, en el cual los precios ya no sólo incorporan el precio pasado, sino que además, reflejan toda la información pública y disponible, como ganancias, dividendos, desarrollo de nuevos productos, dificultades de financiación,

entre otros. Así, se puede decir que un mercado que incorpora rápidamente toda esta información en los precios muestra una semifuerte forma de eficiencia; y,

- c) La versión fuerte, corresponde al más alto nivel de eficiencia, en el cual los precios reflejan completamente toda la información pública o no pública.²¹

Cabe mencionar que la divulgación obligatoria de información que exige el ordenamiento del Mercado de Valores para garantizar adecuados niveles de transparencia ha recibido innumerables críticas, entre las cuales destaca aquélla que considera a esta exigencia como insuficiente para garantizar una adecuada protección de los inversionistas. Se argumenta que un segmento importante de éstos (los inversionistas individuales), no tiene la capacidad de entender de modo coherente e integral la información disponible en el mercado, existiendo, por tanto, una desigual apreciación de la información entre ellos.

En nuestra opinión, si bien la crítica anterior se basa en un hecho cierto, no resulta acertada si se tiene en cuenta que los mecanismos del mercado hacen que la información se refleje rápidamente en los precios en la medida que sea hecha pública. Así, basta que la información llegue y sea entendida por los inversionistas más sofisticados para que la actuación de éstos genere precios que reflejen todos los datos disponibles sobre el valor en el mercado. En este sentido, no interesa tanto que todos los inversionistas entiendan lo que implica la información divulgada para lograr una óptima formación de precios.²² Asimismo, la mencionada crítica no parece tener mayor relevancia dentro de la actual tendencia de los mercados de valores desarrollados, y aun de los emergentes, de predominio de los inversionistas institucionales sobre los individuales, respecto de los cuales no cabe sostener incapacidad en el análisis de la información disponible en el mercado.

5.2. La protección de la confianza en los mercados de valores

No sólo la información o la transparencia que ésta origina es el elemento que garantiza un Mercado de Valores eficiente y una adecuada protección al inver-

¹⁸ JONES, Charles P. “Investments. Analysis And Management”. John Wiley & Sons, INC, 1994, p. 624

¹⁹ PAYET, José Antonio. Razones para Regular el Mercado de Valores. En: Themis - Revista de Derecho, p. 97.

²⁰ JONES, Charles P. Op. Cit. p. 625.

²¹ Ibid. pp. 627 y ss.

²² PAYET, José Antonio. Op. Cit. p. 104.

sionista. Dada la naturaleza de “mercancías peligrosas” de los bienes que se negocian en estos mercados, éstos se encuentran basados en la confianza de los inversores; de allí que el elemento fundamental de la transparencia deba ser complementado con otro de no menor importancia: la protección de la confianza en los mercados de valores.²³

La protección de la confianza en los mercados se encuentra representada por el conjunto de normas del Mercado de Valores que tienen como fin crear, preservar y afianzar la confianza de los inversionistas en el mercado, la cual no está relacionada con la transparencia. En tal sentido, las normas referidas a las condiciones de autorización de agentes de intermediación u otros partícipes del mercado, o las normas de conducta, entre otras, no sirven para generar transparencia, sino para asegurar unos estándares mínimos de solvencia y profesionalidad que eviten la pérdida de confianza en los mercados de valores.²⁴

6. MODELOS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

Los modelos de regulación de los mercados de valores se construyen sobre la base de la combinación de dos fuentes de regulación: la regulación en sentido estricto, emanada del Estado, en la que se incluye normalmente a un órgano especial con facultad reglamentaria (regulación heterónoma); y la llamada autorregulación, representada por un conjunto de normas emanadas de una serie de organizaciones de autorregulación, formadas por los propios operadores del mercado, como las bolsas de valores (regulación autónoma). La diferencia entre los modelos regulatorios radica principalmente en la forma como estas fuentes se relacionan en grado de importancia.

El modelo de regulación se ve complementado con lo que podríamos llamar un modelo de supervisión y control de los mercados de valores, el cual se desarrolla paralelamente al primero. El modelo de supervisión y control se construye o forma de la combinación entre la supervisión estatal de los mercados (generalmente encargada a un órgano especial, con facultad de control, que es el mismo órgano con facultad

reglamentaria antes mencionado, las llamadas Comisiones Nacionales de Valores); y la ejercida por las organizaciones de autorregulación, dentro de las cuales las bolsas de valores juegan un papel de sustancial importancia.

A nuestro juicio, dos son los modelos regulatorios paradigmáticos, el norteamericano y el inglés, a los cuales dedicaremos unas líneas a continuación.

6.1. Modelo de regulación en Estados Unidos

Existe coincidencia en la mayoría de autores consultados en que los fundamentos sobre los cuales descansa la regulación de los mercados de valores en un gran número de países, basada en el predominio de la regulación estatal, compuesta por normas con rango de ley (Ley o Leyes Principales) y disposiciones reglamentarias emanadas de un órgano especial inspirados en la filosofía de la transparencia, sobre la autorregulación, así como el modelo de supervisión de los mercados de valores (basado en el predominio de la supervisión estatal sobre la supervisión de los propios operadores), tienen como influencia principal a la legislación norteamericana surgida como consecuencia de las crisis de 1929, que originó el *Crack* de 1929.

Hasta el año 1920, año en el cual se crea al interior del Departamento de Agricultura Americano la Administración de Granos (luego fusionada y convertida en la Autoridad Supervisora de la Bolsa de Productos), no existía en Estados Unidos regulación federal de los mercados de valores.^{25 26} Esta situación originó al interior del Mercado de Valores norteamericano, según refiere Garza, toda clase de prácticas: unas irregulares, otras legales, aunque no morales, y otras delictivas que tenían como base, además, la existencia de un público ignaro;²⁷ lo que finalmente condujo al pánico financiero de 1929.

Después del colapso del Mercado de Valores de 1929, en Estados Unidos se dictaron distintas normas federales que sentaron las bases de la moderna regulación norteamericana del Mercado de Valores. En 1933 se dicta la *Securities Act*, la cual tiene como objeto

²³ SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p 752.

²⁴ Ibid. p. 753.

²⁵ ARTHUR ANDERSEN, Op. Cit. p. 15.

²⁶ Aunque no existían normas federales, sí existían algunas normas estatales que trataban de prevenir abusos originados a finales del siglo XIX por las ventas de *securities* por industriales del este, amparados en la ausencia de regulación en el oeste agrícola, como las *blue sky laws*. Se les llamaba *blue sky laws* porque su propósito era proteger a los granjeros de Kansas contra los industriales que les vendían parcelas en el aire. Pero estas normas no sólo contenían algunas reglas de “transparencia”, sino que además, controlaban la viabilidad económica de las inversiones. Por eso, se llamaban también *merit regulations*. SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 716.

²⁷ GARZA BELANGA, Rafael. Op. Cit. p. 34.

regular la oferta pública de valores sobre la base de un registro federal al que se presenta una solicitud de registro con la información completa sobre el emisor y el valor; y, en 1934, la *Securities Exchange Act*, que regula la negociación de valores ya emitidos y crea la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Con la creación de la SEC se puso fin al liberalismo a ultranza que dio paso a un intervencionismo económico moderado.²⁸ La SEC aparece como un mecanismo centralizador de toda aquella información que están obligados a presentar los emisores que deseen acudir a la oferta pública primaria de valores o las empresas que listen en bolsa; y, en tanto responsable de la protección del inversionista, recibe el encargo de proteger al Mercado de Valores de prácticas fraudulentas o deshonestas, para lo cual se le asigna amplias facultades reglamentarias, además de las investigatorias y sancionatorias.

Lo novedoso de las normas federales antes mencionadas es que se basan en la filosofía de la *disclosure* (revelación o divulgación de información), es decir, "la convicción de que la mejor forma de proteger al inversor es que esté suficientemente informado de la operación que quiere realizar".²⁹ En tal sentido, la divulgación de la información se convierte en el centro del sistema para lograr un Mercado de Valores eficiente, y el elemento clave en la protección de los inversionistas en la toma de sus decisiones. Por tanto, la información no tiene como propósito garantizar al inversionista el éxito de una transacción, en el sentido de garantizarle la obtención de ganancias, sino que éste conozca cuál es efectivamente la situación del valor y del emisor en un contexto de transparencia.

El sistema legislativo federal norteamericano se completó con otras normas, entre las que destacan las siguientes: a) La *Public Utility Holding Company Act* de 1935; b) La *Trust Indenture Act* de 1939; c) La *Investment Company Act* de 1940; d) La *Investment Advisers Act* de 1940; e) La *Securities Investor Protection Act* de 1970; y f) La *Bankruptcy Reform Act* de 1978.³⁰

Otro nivel de regulación en el esquema norteamericano corresponde a la autorregulación desarrollada por una serie de organizaciones de autorregulación (*self*

regulation organizations), como las bolsas de valores, dentro de las cuales tiene un papel relevante la de Nueva York (*New York Stock Exchange - NYSE*). Siguiendo a Arthur Andersen,³¹ las bolsas, así como las cámaras de compensación con las que éstas trabajan de manera asociada, tienen publicadas un extenso número de reglas que resultan obligatorias para sus miembros. La aplicación de estas reglas es supervisada por comités especiales formados al interior de las bolsas y, en el caso de infracciones, dichos comités pueden imponer a los miembros de las bolsas sanciones que van desde una multa hasta su exclusión de la misma. En general, puede decirse que los principales objetivos de las reglas emitidas por las bolsas de valores en Estados Unidos son asegurar que sus miembros sean solventes para cumplir con los compromisos adquiridos y promover la liquidez de los valores negociados.

Como puede apreciarse de esta breve revisión de la estructura regulatoria del Mercado de Valores norteamericano, conviven en diferentes planos la regulación federal, estatal y autorregulatoria. En relación con este sistema, Salinas manifiesta que su estructura regulatoria consiste en el típico esquema piramidal en el cual la Ley está en la cima, la misma que contiene principios básicos de forma que las demás normas sean un desarrollo de sus contenidos. En este nivel el ordenamiento norteamericano está estructurado sobre la base de dos leyes principales, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934, antes nombradas, mientras que en la base del sistema existe cierto ámbito para la autorregulación. Con la supervisión ocurre lo mismo; ésta es una misión que se le confiere básicamente a la SEC; pero que, sin embargo, da algún margen de actuación a una serie de *self regulation organizations*.³²

6.2. Modelo de regulación en Gran Bretaña

El Banco de Inglaterra era el responsable de la eficiencia del Mercado de Valores inglés hasta 1988, año en el que se crea, como organismo vigilante del mercado, el *Securities and Investment Board* (SIB). A su vez, este órgano estatal reconoce a cinco Organizaciones de Auto-Regulación (*Self Regulating Organizations* o SROs), de las cuales deben ser miembros, necesariamente, toda persona natural o jurídica que pretenda dedicarse a la intermediación financiera.³³

²⁸ Ibid. p. 44.

²⁹ SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 717.

³⁰ Ibid. p. 717.

³¹ ARTHUR ANDERSEN. Op. Cit., p. 15.

³² SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 744.

³³ ARTHUR ANDERSEN. Op. Cit., p. 17.

El control de los mercados se ejerce directamente por las SROs y el SIB sólo controla a éstas, es decir, se trata de un sistema de “vigilancia de segundo grado”, en el que la agencia estatal de control funciona como “supervisor de los supervisores”. Con respecto a la regulación, en estricto, las SROs emiten una serie de *rule books*, normas autorregulatorias de gran minuciosidad y extensión, que regulan la actividad de los intermediarios y los mercados, los que tienen que respetar, sin embargo, los mínimos establecidos por las reglas dictadas por el SIB y lo establecido por la *Financial Services Act (FSA)* de 1986.³⁴

Cabe anotar que “son las SROs las que establecen la regulación que rige las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes y no las bolsas de valores”; aunque ellas mantienen importantes poderes autorregulatorios; pero limitados a reglamentar su funcionamiento y las operaciones entre emisores de valores, agentes y demás organizaciones con la bolsa.³⁵

El sistema de regulación británico ha sido definido por Verchik como una estructura regulatoria en la cual “los organismos privados (...) asumen responsabilidades legales de supervisión”.³⁶ A diferencia del modelo de regulación norteamericano, el británico funciona mediante un esquema de pirámide invertida, que concede un papel preferente a la autorregulación y al control o supervisión ejercido por las SROs. En resumen, se pretende que sea la base del sistema, los propios operadores, los que lleven el peso de su regulación y supervisión, dejando un papel “residual” a la intervención estatal directa.³⁷

7. LA REGULACIÓN EN EL PERÚ

7.1. Modelo de regulación en el Perú

El modelo regulatorio del mercado de valores peruano tiene, en último término, su fuente en el modelo

económico establecido en la Constitución, norma fundante del sistema jurídico, en la cual se establecen ciertos objetivos a ser protegidos, que sirven de pauta a la intervención del Estado en la economía, o en términos más estrictos, a la asignación de recursos en beneficio de aquellos objetivos predeterminados. Sobre esa base el Estado regula o legisla sobre el Mercado de Valores peruano a través de una ley principal (la Ley de Mercado de Valores – LMV, Decreto Legislativo 861), en la que se establecen los objetivos que informan la regulación en esa materia que, en estricto, son la promoción de un Mercado de Valores ordenado (mercado eficiente) y la protección de los inversionistas.³⁸ Asimismo, esta ley principal otorga a un órgano especial la facultad de regular al Mercado de Valores y le concede, adicionalmente, la facultad de supervisar y controlar el cumplimiento de esta misma ley.

Desde esta perspectiva, en un primer nivel, la regulación del Mercado de Valores peruano aparece identificada con la regulación estatal representada fundamentalmente por una ley principal (LMV)³⁹ y la normatividad emanada de un órgano especial (la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV), generada sobre la base de su facultad reglamentaria.

En un plano meramente formal, la ley principal, al igual que otras leyes sobre la materia en el derecho comparado, utiliza la técnica de las remisiones a posteriores desarrollos reglamentarios, “con el fin de no congelar en el marco de una Ley muchos aspectos del funcionamiento de los Mercados de Valores susceptibles de verse influidos por los importantes cambios que se están produciendo en el entorno financiero nacional e internacional”.⁴⁰

En un segundo plano, el Estado, atendiendo a diversas consideraciones, como la tendencia internacional y las ventajas que ofrece, reconoce a través del artículo 131 de la LMV, la autorregulación de las bolsas de

³⁴ SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. pp. 732, 743 y 757.

³⁵ ARTHUR ANDERSEN. Op. Cit. p. 17.

³⁶ VERCHIK, Ana. Op. Cit. p. 58.

³⁷ SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 744.

³⁸ Cabe precisar que no obstante interpretando literalmente el artículo 1 de la LMV, se deduce que esta norma tiene como propósito último la consecución no de dos objetivos, sino de tres: a) promover el desarrollo ordenado del mercado de valores (lo cual podría ser asimilado al buen funcionamiento del mercado); b) promover la transparencia del Mercado de Valores; y, c) proteger al inversionista. Sin embargo, en nuestra opinión, la promoción de la transparencia del mercado de valores no debe entenderse como un fin en sí mismo de la regulación del Mercado de Valores, sino como uno de los medios para lograr los dos fines antes señalados. Por tanto, el artículo 1 de la LMV podría haberse redactado en los siguientes términos: “La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado del mercado de valores y la adecuada protección del inversionista, a través de la promoción de la transparencia”. Con ello se delimita claramente cuáles son los fines y cuál es el medio, el mismo que no puede confundirse con los primeros por más importancia que tenga.

³⁹ Norma a la que se le aplica supletoriamente, conforme a su artículo 9, la Ley General de Sociedades, el Código Civil, la Ley de Títulos - Valores, los usos bursátiles y mercantiles, la Ley general del Sistema Financiero, el Código de Comercio, el Código Procesal Civil y el Código Penal.

⁴⁰ Preámbulo a la Ley 24/1988, Ley del Mercados de Valores española.

valores, a las que otorga, dentro de este contexto, no sólo facultades regulatorias (autorregulatorias en *stricto sensu*) sino, además, facultades de supervisión.

En consecuencia, la estructura jurídica del modelo regulatorio peruano corresponde, en líneas generales, a un típico esquema piramidal, en el cual la LMV está en la cima, estableciendo en su interior: el objeto del mercado (los valores mobiliarios); los elementos que garantizan la protección al inversionista y la eficiencia del Mercado de Valores (véase el siguiente punto); el régimen de ofertas públicas de valores (primaria y secundaria); los mecanismos centralizados de negociación; y, las instituciones, en sentido lato, del Mercado de Valores (las bolsas de valores, los agentes de intermediación, las instituciones de compensación y liquidación, los fondos mutuos de inversión en valores, las empresas clasificadoras y las sociedades tituladoras). A la LMV se agrega un conjunto de disposiciones reglamentarias que desarrollan los contenidos establecidos en la misma (las Resoluciones expedidas por CONASEV).

En un segundo plano o en la base de la pirámide está, básicamente, la autorregulación de las bolsas de valores, en cuyo ámbito se reglamenta la propia actividad y la de sus asociados, conforme al marco establecido por los artículos 131, 132 y 146 de la LMV.⁴¹

Por último, el modelo de supervisión reproduce sustancialmente el esquema propuesto por el modelo de regulación. En un primer plano la supervisión es ejercida por CONASEV, dejando cierto margen de actuación a las bolsas de valores (BVL) en los ámbitos de su competencia.

7.2. Mecanismos o elementos que garantizan el objeto de protección de la regulación en la Ley de Mercado de Valores (LMV)

La LMV, a semejanza de otras leyes principales en el derecho comparado, establece diferentes elementos o mecanismos tendentes a proteger a los inversionistas y garantizar la eficiencia del Mercado de Valores. Para tal fin se establecen normas tendentes a promover la transparencia en el mercado de valores como la obligación de informar, el tratamiento de la informa-

ción privilegiada, entre otros; así como un conjunto de disposiciones que forman parte de lo que hemos denominado, siguiendo a Salinas, mecanismos protectores de la confianza en los mercados. Dentro de este conjunto de normas, entre otras, se encuentran aquéllas referidas al deber de reserva, a los mecanismos de solución de conflictos, a la supervisión y control del mercado, a las garantías con las que cuentan los inversionistas; y las normas de conducta.

BIBLIOGRAFÍA

1. ABELLA SANTAMARÍA, Jaime y otros. "Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores". Madrid, Editorial de Derecho Reunidos, 1995.
2. ALONSO ESPINOSA, Francisco José. "Mercado Primario de Valores Negociables". Barcelona, José María Bosh Editor, 1994.
3. ARAYA, Celestino. "Títulos Circulatorios". Buenos Aires, Astrea, 1989.
4. ARGERI, Saúl. Diccionario de Derecho Comercial y de la Empresa. Buenos Aires. Astrea, 1982.
5. ARTHUR ANDERSEN. "Comentarios acerca de la autorregulación bursátil". Lima, 1997.
6. CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Activos y Mercados Financieros. Las Acciones." Madrid, Pirámide, 1996.
7. CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Análisis Comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto de 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores". En: Revista de Derecho Mercantil, No. 222, octubre-diciembre de 1996, Madrid.
8. CACHÓN BLANCO, José Enrique. 200 Preguntas sobre "Los Mercados de Valores". Madrid, Actualidad Editorial, 1995.
9. CASTELLARES AGUILAR, Rolando y otros. "El ABC del Mercado de Capitales". Lima, 1998.
10. ESPINA, Daniel. "Las Anotaciones en Cuenta". Madrid, Civitas, 1995.
11. FERNÁNDEZ FLORES, Francisco. "Inversiones Extranjeras y Valores Mobiliarios". Madrid, Altamira, 1980.
12. GARZA BERLANGA, Rafael. "Autorregulación de la Intermediación Financiera". México, Instituto

⁴¹ Cabe anotar que en cumplimiento de la Séptima Disposición Transitoria de la LMV la Bolsa de Valores de Lima (BVL), única bolsa de valores existente en el Perú, ha ido implementando sus reglamentos internos. Al respecto, se han aprobado por CONASEV las siguientes normas: el Reglamento de Vigilancia del Mercado por parte de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 086-98-EF/94.10, publicado el 27 de mayo de 1998; el Reglamento de Solución de Controversias de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 087-98-EF/94.10, publicada el 27 de mayo de 1998; el Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en la Rueda de Bolsa de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 125-98-EF/94.10, publicado el 11 de setiembre de 1998; y, el Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 0211-99-EF/94.10, publicado el 27 de enero de 1999.

- Mexicano de Ejecutivos de Finanzas A.C., 1991.
13. JIMÉNEZ BLANCO, Antonio. "Derecho Público del Mercado de Valores". Madrid, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 1989.
14. JONES, Charles P. "*Investments. Analysis And Management*". John Wiley & Sons, INC, 1994.
15. PAYET, José Antonio. Razones para Regular el Mercado de Valores. En: THĒMIS – Revista de Derecho.
16. SALINAS ADELANTADO, Carlos. "Desregulación y Neoregulación en el Mercado de Valores". En: Revista de Derecho Mercantil N° 224, abril-junio, Madrid.
17. TOLA NOSIGLIA, José. "El Mercado de Valores y la Bolsa de Valores en el Perú". Lima, Mass Comunicaciones SRL, 1994.
18. VIDAL RAMÍREZ, Fernando. "La Bolsa de Valores". Lima, Cultural Cuzco, 1988.
19. VERCHIK, Ana. "Mercado de Capitales". Buenos Aires, Macchi, 1993.
-