

CUANDO LAS APARIENCIAS ENGAÑAN: ESPECULACIÓN Y MANIPULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

Narghis Torres*

INTRODUCCIÓN

Recientemente, se publicó una noticia en la que se mencionaba que algunos ejecutivos de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's) consideraron que durante la Oferta Pública de Adquisición (OPA) hecha por la Peruvian Opportunity Company por las acciones de la empresa Luz del Sur a inicios de agosto de 1999, algunas AFP's habrían comprado acciones de dicha empresa con "carácter especulativo", y que debido a ello "tanto la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) como la Superintendencia Nacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), deberían culminar la evaluación de lo ocurrido para posteriormente tomar las medidas correctivas establecidas por ley".¹

Por otro lado, en junio de 1998, la CONASEV sancionó por primera vez en el Perú un supuesto caso de manipulación en la negociación de acciones en la Bolsa de Valores de Lima, al considerar que un grupo de empresas habría ocasionado la "variación artificial de precios" de las mismas.²

¿Debe preocupar que una compra de acciones sea "especulativa"?, ¿es lo mismo especulación que manipulación?, ¿son estas prácticas perjudiciales para el Mercado de Valores?, ¿cuáles son las "medidas correctivas establecidas por ley" a las que se hace referencia?, ¿deben la CONASEV y la SAFP investigar y eventualmente sancionar este tipo de prácticas?

Tomando como referencia la noticia y el caso anteriormente mencionados, en el presente artículo argu-

En el presente artículo, el autor nos introduce en un tema dentro del ámbito del Mercado de Valores polémico en la mayoría de legislaciones: la especulación y la manipulación.

Con la intención de abordar el problema imparcialmente, y relegando viejos prejuicios, el autor describe y analiza el problema partiendo del significado conceptual de las palabras, las confusiones, los temores y el consecuente rechazo de los diferentes ordenamientos jurídicos -centrándose en el peruano en particular- para arribar a un planteamiento claro, objetivo, con argumentos sólidos, y que se presta a un interesante desarrollo del tema a futuro.

* Abogado. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. *Master in Laws* (LL.M.). *University of Chicago*.

¹ "Especulativo" En: *Semana Económica*. Número 686. 6 de setiembre de 1999. p. 6.

² Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV 029-98-EF/94.TA. del 22 de junio de 1998. En: *El Peruano*. Separata de Normas Legales. Jueves 2 de julio de 1998. p. 161638-161644.

mento que la especulación es socialmente beneficiosa y que no debe ser sancionada. Asimismo, sostengo que no se debe confundir especulación con manipulación, y que esta última sólo debe ser sancionada en determinados supuestos. Por último, argumento que la forma como ha sido regulado en el Perú el tema de la manipulación en el Mercado de Valores no es el más eficiente ni el que brinda mayor seguridad jurídica, y propongo la utilización de un enfoque basado en el uso social del interés privado.

I. ESPECULACIÓN: ¿PREJUCIO O CONFUSIÓN CONCEPTUAL?

Cuando se lee o escucha la palabra “especulación” es común que la primera reacción de muchos sea negativa, que se le considere como una práctica reprobable y que deba ser corregida o incluso sancionada. Como lo demuestra la noticia citada, este tipo de reacción no sólo puede proceder de inversionistas promedio, sino también de inversionistas institucionales que son (o deberían ser) sofisticados, como es el caso de los fondos de pensiones.

La noticia referida es ilustrativa a este respecto. Según ella, una vez que la Peruvian Opportunity Company hizo pública el 5 de agosto de 1999 su OPA, ofreciendo US\$ 0.80 (equivalentes a S/. 2.6776 a un tipo de cambio de S/. 3.347 por dólar) cuando la acción había cerrado cotización el día anterior en S/. 2.11 por cada acción de Luz del Sur, la reacción de algunas AFP's fue la de realizar compras de dichas acciones, manifestando que no aceptarían la OPA porque consideraban que el precio ofrecido era muy bajo y que esperarían a que se presentase una oferta competitiva o que la Peruvian Opportunity Company elevase su oferta.³ Esto habría ocasionado que la cotización de la acción se incrementase y que algunas AFP llegasen a pagar hasta S/. 3.30 por acción.

Sin embargo, una vez que trascendió que la Peruvian Opportunity Company había asegurado la compra de la compañía *holding* Ontario Quinta AVV que poseía el 60% de las acciones de Luz del Sur en una transacción calificada como “independiente”- y que le iba permitir controlar Luz del Sur sin importar el resultado

de la OPA y a su vez eliminar la posibilidad de una contraoferta- las AFP's se vieron obligadas a vender sus acciones en Luz del Sur hasta en S/. 2.66 por acción, debido a la falta de liquidez que tendrían dichas acciones luego de la OPA.⁴

¿Especularon las AFP? Ciertamente. Apostaron que el precio de la acción subiría como consecuencia de una oferta competitiva o de una mayor oferta por parte de la Peruvian Opportunity Company. Creyeron que algo se produciría, pero no ocurrió. En tanto que los que les vendieron acciones de Luz del Sur durante el *rally* alcista se beneficiaron. ¿Por qué se tendría que sancionar ello? Por otro lado, ¿acaso los que especularon (comprando o no comprando) no fueron inversionistas institucionales, que se supone tienen la capacidad y los recursos para evaluar los riesgos y tomar decisiones informadas? No se trata, por tanto, de las “viudas y huérfanos”, por utilizar el eufemismo empleado en la casuística y doctrina del Derecho del Mercado de Valores para describir a los que requieren la intervención y protección de los reguladores.

Si esta es la naturaleza de la especulación, ¿por qué la hostilidad hacia ella? Dos posibles explicaciones pueden ser: prejuicio o confusión con el concepto de manipulación o fraude.

Respecto del prejuicio, se ha sostenido que ello podría deberse a ideas religiosas o filosóficas que condenan el lucro, y a la influencia que éstas tuvieron en doctrinas tradicionales del *common law* y del Derecho Romano-Germánico, y que tuvieron como correlato distintas expresiones legales, como por ejemplo las leyes que condenaban la usura.⁵

En cuanto a la confusión con el concepto de manipulación o fraude, ello también ocurre, especialmente si se tiene presente que en los mercados financieros se le considera como la realización de transacciones con la esperanza de obtener beneficios por las variaciones de precios de los valores objeto de dichas transacciones.⁶

Los agentes del mercado o *traders* profesionales también tienen un enfoque positivo respecto de la especulación. En efecto, la consideran como la estrategia de negocia-

³ Como referencia, las AFP pagaron S/. 3.01 por cada acción de Luz del Sur cuando el Estado vendió a través del Programa de Participación Ciudadana acciones que aún tenía en dicha empresa.

⁴ “*Rally*” en: *Semana Económica*. Número 687. 12 de setiembre de 1999. p.10. En esta noticia también se menciona que el precio por acción que la Peruvian Opportunity Company habría pagado al comprar el paquete de acciones de Luz del Sur que poseía Ontario fue de US\$ 1 por acción.

⁵ STOUT, Lynn A. “*Why the law hates speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*”. En: *Social Science Research Network Electronic Library. Working Paper Series. Abstract*. Julio 1998, p.1.

⁶ MELÉ Doménech. “*Aspectos Éticos de los Mercados de Valores*” En: *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Editorial Ariel Economía. Mayo 1996. p. 497.

ción de valores que se da en el mediano plazo, distinguiéndola de la que se da en el corto plazo o *trading*, y largo plazo o inversión. No le asignan una connotación negativa. En tal sentido, la especulación no sería otra cosa que tratar de obtener beneficios de la compra y venta de valores como tal. De esta manera, mientras el interés de los inversionistas estaría en aspectos como las ganancias, dividendos, y el incremento del valor de las acciones en las que invierten, el interés de los especuladores estaría en las variaciones de precios de las acciones y en cómo beneficiarse de ello.⁷

Si esto es así, ¿debe la especulación en el Mercado de Valores ser sancionada? Todo lo contrario. Debe ser promovida, ya que además de beneficiar a las personas que la realizan, es socialmente beneficiosa porque: (a) promueve la liquidez en el mercado al hacer que los valores encuentren mayores posibilidades de ser negociados; (b) facilita la transferencia de recursos; (c) permite una mayor distribución de los riesgos al transferir el riesgo de variación de precios; y, (d) permite el rápido ajuste de precios. En este sentido, los especuladores cumplirían el rol de identificar valores sobrevaluados o subvaluados, transmitiendo con sus compras o ventas esta información al mercado.⁸

Lo antes expuesto se puede apreciar claramente en ciertas prácticas que son consideradas usuales y beneficiosas en el mercado, y que además son especulativas. Tal es el caso, por ejemplo, de las ventas en corto o *short sellings*, que consisten en negociar con acciones que han sido "prestadas", obtener un beneficio de ello, y esperar que en el futuro la cotización de la acción baje, para así poder comprarlas para "devolverlas" a un menor precio, beneficiándose con el diferencial o *spread*.⁹

II. LA MANIPULACIÓN: MITOS Y REALIDADES

Entonces, si la especulación en el Mercado de Valores no es una práctica reprochable, y menos aún sanciona-

ble, ¿lo es la manipulación, particularmente la manipulación mediante la negociación de valores (*trade-based manipulation*)?¹⁰

Antes de contestar esta pregunta, cabe formularse otra: ¿se puede manipular mediante la negociación de valores (*trading*)? A pesar de que para muchos la respuesta se da por sobreentendida en el sentido afirmativo, ello no es así, al menos no libre de cuestionamientos. Y plantearla es importante, ya que si se determina que no es posible influir en el precio mediante la negociación, no podría existir la manipulación, ya que no se podría "variar artificialmente" los precios de los valores mediante ella (que como expondré más adelante es el criterio más aceptado para distinguir a la manipulación).

Al respecto, Fischel considera que no existiría necesariamente una relación debido: (a) a que el precio de la acción depende de la elasticidad de la oferta y la demanda; (b) a la hipótesis de sustitución; (c) a los costos de mantener liquidez; y, (d) a la dificultad en identificar una modificación en el precio por el sólo hecho de la negociación.¹¹

Asimismo, Fischel sostiene que conceptualmente se debe distinguir entre la manipulación en el caso de transacciones ficticias, que son aquéllas en las que no se produce una efectiva transferencia de propiedad, de aquéllas en las que dicha transferencia sí ocurre. En tal sentido, al igual que Easterbrook, considera con razón que las prácticas que se considerarían como negociación ficticia deben ser tratadas como fraude y no como manipulación.¹²

En razón de ello, Fischel sostiene que si la negociación no tiene efecto en el precio de las acciones, una manipulación exitosa no es posible, señalando evidencia empírica del Mercado de Valores americano que respaldaría esta tesis.¹³

⁷ SPERANDEO Victor & BROWN, T. Sullivan. "Methods of a Wall Street Master". John Wiley & Sons, Inc. 1991, p. 3-4.

⁸ Ver al respecto: POSNER, Richard A. "Economic Analysis of Law". Little, Brown & Co. 4th Ed. 1992. p. 445.

⁹ Otro ejemplo de lo beneficioso de la especulación se da en el caso de los derivados financieros. Éstos, a pesar de ser objeto de cierta hostilidad por algunos, han demostrado que al ser usados para hacer cobertura de riesgo (*risk hedging*) promueven la eficiencia económica al distribuir el riesgo e incrementar la precisión de los precios en el mercado. Ver al respecto: MILLER Merton. *Merton Miller on Derivatives*. John Wiley & Sons. 1997, p. 23-24.

¹⁰ Si bien se considera que la manipulación en el Mercado de Valores se realizaría principalmente mediante la negociación de valores, ésta también sería posible mediante mecanismos contractuales (*contract-based manipulation*). Tal es el caso, por ejemplo, cuando se realizan acciones para activar mecanismos contractuales que otorgan beneficios, como podría ser el otorgamiento de un bono si las acciones de una empresa superan cierta cotización en una fecha determinada.

¹¹ FISCHEL, Daniel R. & ROSS, David J. "Should the law prohibit "manipulation" in financial markets". En: Harvard Law Review. Número 105, diciembre 1991, p. 503.

¹² Fischel & Ross, Op. cit., p. 517.

¹³ Fischel & Ross, Op. cit., p. 514, 517. Sin embargo, admiten que el *block trading*, los diferenciales entre la oferta y la demanda (*bid-ask spread*), y la secuencia aleatoria por la que llegarían las ordenes de compraventa al mercado originarían movimientos en la cotización de los valores. Fischel & Ross, Op. Cit., pp. 515-516.

A diferencia de Fischel, Thel considera que la manipulación puede influir el precio mediante la negociación y que se puede obtener un beneficio haciéndolo¹⁴, ello debido fundamentalmente a que: (a) los participantes no valoran de la misma manera una acción (*disparate valuation*); (b) puede que no existan contrapartes en la negociación cuando ésta se efectúa (*offsetting trading interest*); y (c) la negociación conlleva información del valor de la acción.¹⁵

Al respecto, somos de la opinión que la manipulación mediante la negociación de valores ocurre más fácilmente en aquellos mercados con un reducido nivel de profundidad y liquidez, en los que no se cumple la hipótesis del mercado eficiente, y en donde las reglas no logran reproducir las características de dicho mercado; mientras que su ocurrencia es mucho más difícil en aquellos mercados desarrollados, tal como lo demuestran los argumentos, y la evidencia, señalados por Fischel.

Admitida la posibilidad de que pueda darse la manipulación mediante la negociación de valores por las razones señaladas, lo siguiente a determinar son las condiciones que configurarían dicha manipulación.

Al respecto, la manipulación mediante la negociación presupondría la existencia de dos condiciones: (a) que la negociación se haga con la intención de mover el precio de la acción en cierta dirección; (b) que salvo por dicha negociación, no exista otra razón para la variación del precio y la obtención del beneficio económico.

Lo anterior nos lleva al tema de la intención como elemento constitutivo de la manipulación mediante la negociación, y de la conveniencia de regular (y sancionar) basada en su existencia.

Sobre el particular, es interesante considerar la forma como ha sido tratado este tema en el Mercado de Valores americano, que es el más desarrollado y en el que fue objeto de mayor atención tanto a nivel administrativo y judicial, como académico.

En efecto, si bien desde el año 1934 la *Securities and Exchange Act* contiene una prohibición general de “realizar, en forma individual o conjunta, transacciones con valores mobiliarios ... que creasen una real o aparente negociación de dichos valores o que aumentase o disminuyese la cotización de dichos valores con el propósito de inducir su compra o venta por terceros”¹⁶, fue recién en 1976 que la Corte Suprema de los Estados Unidos se pronunció al respecto, considerándola como una conducta intencional realizada para engañar a los inversionistas afectando el precio de los valores mobiliarios¹⁷. Luego la consideró como un concepto general para referirse a una serie de prácticas realizadas con la intención de engañar a los inversionistas al influir artificialmente en el mercado.¹⁸ Posteriormente, en el contexto de una adquisición, la misma Corte limitó su ámbito de aplicación, al señalar que permitir que los jueces puedan interpretar el concepto de manipulación por lo que ellos puedan considerar como una conducta “inequitativa” o “artificial” introduciría incertidumbre, lo que sería contradictorio con el propósito de dar información completa a los inversionistas. Por ello, estableció que debía existir un elemento objetivo de engaño (*deception*).¹⁹

A inicios de los años noventa, en el contexto de fusiones y adquisiciones, especialmente en aquellas realizadas mediante financiamiento apalancado (*leveraged buy-outs*) y bonos basura (*junk bonds*), y como consecuencia de una serie de casos que fueron resueltos por la Comisión de Valores y por los tribunales americanos en una forma que ha sido considerada por muchos como controvertida²⁰, por decir lo menos, se planteó nuevamente el tema de la manipulación mediante la negociación, así como la validez de las principales aproximaciones que se habían hecho sobre ella: (a) interferencia con la oferta y demanda; (b) inducir a otros a negociar; (c) creación de precios artificiales; y, (d) intención de manipular de quien negocia como criterio distintivo.

El primer enfoque, interferencia con la oferta y demanda, padece de un problema de circularidad, ya que no define que es “interferencia” y porque presu-

¹⁴ THEL, Steve. “US\$ 850,000 in six minutes: the mechanics of securities manipulation”. En: Cornell Law Review. Número 79. Enero 1994. p. 225.

¹⁵ THEL, Op. Cit., p. 127.

¹⁶ Securities and Exchange Act of 1934. Section 9(a)(2).

¹⁷ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185,189 (1976). Citado En: “Significant Case Law Developments in Securities Law for the last twelve months” En: Postgraduate Course in Federal Securities Law. American Law Institute-American Bar Association. Study Materials. Vol I, 1998, p.5.

¹⁸ Schhereiber v. Burlington Northern Inc. 472 U.S. 1 (1985). Citado En: James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langewoort. *Securities Regulation*. Little, Brown and Co., 1991, p. 695.

¹⁹ Cox, Hillman, & Langewoort. Op. cit., pp. 981-985.

²⁰ Ver al respecto: FISCHER, Daniel. Payback. *Harper Collins Publishers., Inc.* 1995, p. 82.

pone que unas operaciones son “legítimas” y otras no, olvidando que las operaciones como tales son neutras. Esta situación lleva al tema de la intención como criterio distintivo entre una operación “legítima” o no, y la conveniencia o no de una regulación basada en ella, lo que trataré más adelante.

En cuanto al segundo enfoque, inducir a otros a negociar, no considera que pueden haber transacciones que incentivan a otros a negociar, y que dichas negociaciones pueden ser beneficiosas para ambas partes. Además, inducir sería beneficioso en el sentido que cumple una función informativa (*signalling device*). Tal es el caso, por ejemplo, de las recompras de acciones, modificaciones en la estructura de capital o política de dividendos de una empresa, las cuales revelan información respecto del valor o riesgo de una acción. Todos estos hechos “inducen” a negociar y, por lo tanto, no tendrían por qué ser perjudiciales.

En cuanto al tercer enfoque, crear precios artificiales, es el que goza de mayor aceptación, porque dichos “precios artificiales” generarían información distorsionada para el mercado, lo que sería socialmente indeseable. Sin embargo, aceptar este enfoque requiere estar en la capacidad de distinguir un precio artificial de uno que no lo es.²¹

El cuarto enfoque, intención de manipular de quien negocia, sostiene que ya que no se puede distinguir una operación de otra, y la negociación en sí no es reprochable, siendo el criterio para sancionar la manipulación sólo la intención de quien negocia.

Al respecto, sostengo que sancionar la manipulación en la negociación de valores sobre la base de la intención no es eficiente debido a que es difícil identificar la manipulación basada en la intención.

Otro problema de la teoría de la intención de manipular es que no existe una única- o menos aún consenso-

sobre lo que sería una conducta impropia de la cual se pueda inferir intención “ilegal”.

Es importante tener presente que el tema de la intención nos lleva al terreno subjetivo, a lo que estaba en la mente del inversionista o *trader* al momento de negociar. ¿Significa ello que si se logra demostrar que se negocia con propósito de inversión, no importa el tipo de acciones que se haga?²²

Por otro lado, no debemos olvidar que existen prácticas que se hacen con la “intención” de manipular y que son aceptadas por el mercado que las considera socialmente beneficiosas, y permitidas por las regulaciones²³. Tal es el caso, por ejemplo, de la llamada “estabilización de precios” o “protección” del precio de un valor en una oferta pública primaria, en el que a través de compras se busca evitar la disminución de la cotización de dicho valor por debajo del precio de colocación. De esta manera, la estabilización de precios se caracteriza porque solamente puede haber un solo precio de estabilización en un mismo momento en un mercado, y usualmente es el último precio de venta de la acción. Además, porque es ilegal estabilizar un precio a un precio mayor del precio de colocación, y porque siempre se debe revelar si se piensa realizar una estabilización.²⁴

Sin embargo, lo anterior no modifica el hecho que estas compras son “artificiales” y, de acuerdo a los conceptos expuestos, manipulativas. Empero, son consideradas beneficiosas, ya que favorecerían la exitosa colocación de los valores y también su liquidez.²⁵

En razón de lo expuesto, a diferencia de la especulación respecto de la cual sostengo que no debe ser sancionada, considero que la manipulación sí debe serlo cuando exista evidencia objetiva de la relación entre la negociación y la realización de prácticas ilegales que perjudican al mercado, y que no debe ser regulada ni sancionada sobre la base de la intención de quien negocia.

²¹ Al respecto, algunos consideran que se está ante un “precio artificial” cuando se negocia con el solo propósito de producir una variación en el precio de una acción. Sin embargo, ello no necesariamente es perjudicial, porque, por ejemplo, cuando uno realiza una recompra de acciones se podría estar señalando que el valor de una acción está subvaluado.

Otros consideran que existiría un “precio artificial” cuando se negocia para llevar el valor de una acción a un precio distinto del “correcto”. El nivel “correcto” sería el que refleja una tendencia estable y promedio de la oferta y la demanda de esa acción en un período determinado (lo que también habría que determinar); lo que llevaría a considerar que la manipulación sería aquella operación que aleja el precio de una acción de la tendencia que refleja las condiciones promedio existentes en el mercado (general y de dicha acción en particular).

²² Thel sostiene que a veces es posible obtener evidencia de ello a través de declaraciones o explicaciones que hacen quienes negocian. THEL, Op. cit., p. 252.

²³ En los Estados Unidos se encuentra permitida por la *Rule 10b-7*, en tanto que en el Perú por el artículo 194(f) de la Ley del Mercado de Valores.

²⁴ Cox, Hillman & Langewoort. Op. Cit., p. 326.

²⁵ Sin embargo, también podría ser vista como una regulación que sólo favorece el trabajo de los colocadores y aseguradores de emisiones, y que no tendría un efecto práctico porque si se conoce que se va a realizar una estabilización, ello sería descontado por los inversionistas cuando paguen por el precio de los valores objeto de la misma.

III. UN CASO PARA RECORDAR (U ¿OLVIDAR?): EL CASO INVESTA ET AL

Hechas las precisiones anteriores respecto de las características de la manipulación y la forma como ha venido siendo conceptualizada, a continuación voy a exponer brevemente la forma como fue resuelto el primer (y hasta ahora único) caso sancionado de manipulación de valores en el Perú, para así determinar el enfoque, normas y argumentos utilizados.

Tal como señalé en la introducción del presente artículo, el 22 de junio de 1998 el Tribunal Administrativo de CONASEV sancionó a una sociedad agente de bolsa (Investa SAB), una AFP (Profuturo AFP), una compañía de seguros (La Positiva), y a otras tres empresas (Transacciones Plurales S.A., Lexington Financing Company y Aval Acciones y Valores S.A.) por supuestamente haber manipulado el precio de las acciones de Ferreyros S.A. y de Fosforera Nacional S.A.²⁶

Respecto de las acciones de Ferreyros, de acuerdo a la resolución de Tribunal Administrativo de CONASEV, al inicio de la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima del 11 de abril de 1997, se realizaron 9 operaciones de compraventa de acciones de la mencionada empresa, que habrían ocasionado que disminuyera el valor de dicha acción de S/. 2.55, que fue la cotización que tuvo a la apertura de la sesión, a S/. 2.39, lo que significó una reducción del 6.27%.

Para sustentar que estas 9 operaciones formaron parte de un esquema supuestamente destinado a manipular el precio de la acción, la CONASEV señaló que: (a) las primeras ocho operaciones se habían realizado por cantidades similares suficientes para establecer cotización; (b) que los precios habían sido sucesivamente inferiores; (c) en las ocho primeras operaciones el comprador y el vendedor fueron los mismos (Profuturo AFP y Transacciones Plurales S.A., respectivamente),

mientras que en la última operación en la que se transó la mayoría de las acciones (2'198,578) los comitentes vendedores fueron Transacciones Plurales S.A. y La Positiva; (d) la cantidad de acciones inicialmente registrada por Investa SAB fue la misma cantidad adquirida por Profuturo AFP, lo que demostraría que hubo concertación por la coincidencia de órdenes, y por la forma de manejo de las cantidades y precios²⁷; y, (e) existía vinculación entre Investa SAB, La Positiva, Profuturo AFP y Transacciones Plurales S.A., según lo establecido en el Reglamento de Vinculación y Grupo Económico de CONASEV.

El argumento dado por la CONASEV fue que: "las fluctuaciones en el precio no correspondían a las condiciones del mercado". En tal sentido, sostuvo que se habría producido una variación artificial de precio, concertación pasiva y manejo de órdenes, por lo que las empresas sancionadas habrían infringido los artículos 12(a) y 177(a) de la Ley de Mercado de Valores (LMV) y que se les debían aplicar las sanciones establecidas en la Segunda Disposición Final del Reglamento de Sanciones.²⁸

En su defensa, las compañías sancionadas argumentaron que: (a) se produjo una real transferencia de valores y fondos; (b) las transacciones se hicieron a precio de mercado; (c) las transacciones se hicieron a un precio similar al de la colocación de acciones que fue hecha por Ferreyros poco antes de las operaciones cuestionadas; (d) debido al principio de reserva de identidad no les habría sido posible conocer la identidad de sus contrapartes, con lo cual no habría sido posible la supuesta concertación; (e) el precio de la negociación fue similar a la cotización de otros valores semejantes; (f) no existió observación por parte del Director de rueda de la Bolsa de Valores de Lima; (g) Investa SAB no habría podido negarse a ejecutar una transacción de manera injustificada por tratarse de una comisión mercantil y por lo dispuesto en el artículo 176 de la LMV, que señala que, salvo que se

²⁶ Las sanciones impuestas fueron suspensión por treinta días hábiles de la autorización de funcionamiento a Investa SAB; multa de 100 Unidades Impositivas Tributarias (UIT) vigentes al mes anterior de la comisión de la supuesta infracción, equivalentes a S/. 240,000 Nuevos Soles, a Profuturo AFP y La Positiva, respectivamente; y multa a Transacciones Plurales S.A., Lexington Financing Company y Acciones y Valores S.A. de 50 UIT vigentes al mes anterior a la comisión de la supuesta infracción, equivalentes a S/. 120,000 para el caso de Transacciones Plurales S.A. y de S/. 110,000 en los casos de Lexington Financing Company y Acciones y Valores S.A. o, respecto de estas tres empresas, el 10% de sus ingresos totales anuales.

²⁷ Durante la investigación realizada, CONASEV determinó que las órdenes fueron inicialmente entregadas a Investa SAB, pero que ésta luego las corrigió. En tal sentido, la teoría de CONASEV fue que Investa SAB conocía el monto a ser transado, y que como era vinculada corrigió las órdenes.

²⁸ El artículo 12(a) de la Ley del Mercado de Valores (LMV) dispone que: "Esta 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 (...)"

De otro lado, el artículo 177(a) de la LMV establece que: "Los agentes de intermediación están prohibidos de: (a) Propiciar, en beneficio propio o de terceros, una evolución artificial de las cotizaciones; (...)"

trate de prácticas prohibidas por ley, los agentes de intermediación están obligados a ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que de ellos reciban para la negociación de valores; (h) CONASEV distingue donde la ley no distingue, ya que debía respetar el principio de integridad del mercado en el sentido que si un precio era "válido" para la colocación efectuada por Ferreyros, por qué no podía ser considerado válido respecto del caso en cuestión; (j) CONASEV estaba aplicando retroactivamente las disposiciones del Reglamento de Vinculación y Grupo Económico de CONASEV a los hechos del caso, ya que éstos se habían producido antes de su entrada en vigencia; (k) el Tribunal Administrativo de CONASEV no tiene facultades para sancionar, ya que eso sólo le compete a su Directorio; e, (l) no existió un real principio de doble instancia.

En el caso de las acciones de Fosforera Nacional S.A., CONASEV argumentó que: (a) existió un comportamiento irregular de las acciones entre los meses de noviembre de 1996 y enero de 1997; (b) todas las operaciones fueron cruzadas; (c) en todas participó Investa SAB; (d) el monto de cada orden fue en promedio el mismo (S/. 2,500); (e) las operaciones fueron ordenadas por los mismos comitentes; (f) los precios fueron siempre a la baja; (g) las órdenes fueron por iguales cantidades; y, (h) las órdenes fueron por cantidades mínimas necesarias para marcar cotización.

En su defensa, las empresas sancionadas argumentaron que: (a) la acción de Fosforera Nacional no era una acción líquida; (b) dicha acción podía sufrir variaciones con escasas operaciones; (c) la variación no ha causado perjuicios a terceros; (d) la variación no ha enviado señales equívocas al mercado, ya que no existieron reacciones posteriores; (e) las transacciones fueron mínimas y no propiciaron ninguna actividad como consecuencia de ellas; (f) no existió vinculación; (g) Investa estaba obligada a cumplir con la comisión mercantil; y, (h) no conocían de variación artificial ni de operaciones simuladas.

Sin embargo, CONASEV sostuvo respecto del tema de vinculación que ésta "no es necesaria para tipificar la falta señalada en el artículo 12(a), sino que es un elemento de juicio adicional".

En cuanto a la existencia de perjuicios, CONASEV sostuvo que sí hubo perjuicio para los accionistas, porque las transacciones redujeron el valor de la

acción. Además, señaló que argumentar que no hubo afectados sería un reconocimiento tácito de que hubieron variaciones y, por lo tanto, manipulación.

Asimismo, CONASEV sostuvo que hubo un efecto en el mercado porque: (a) afecta la tenencia de todos los titulares de la acción; (b) afecta el costo de oportunidad de los participantes en el mercado; (c) desvirtúa la principal función de un mecanismo centralizado de negociación -en este caso la rueda de bolsa- que es reflejar la valorización que el mercado en su conjunto tiene de los valores en un momento dado. Sin embargo, a pesar de no haber cuantificado dicho perjuicio, consideró que los hechos ocurridos constituían una falta muy grave.²⁹

Luego de ser sancionadas, las empresas involucradas decidieron impugnar la legalidad de la resolución sobre la base de argumentos de carácter procesal (aplicación retroactiva del Reglamento de Vinculación y Grupo Económico y falta de competencia del Tribunal Administrativo para sancionar).³⁰

IV. LA REGULACIÓN DE LA MANIPULACIÓN DE VALORES EN EL PERÚ

La Ley del Mercado de Valores contiene tres disposiciones que se refieren a la manipulación. La primera es el artículo 12 que contiene una prohibición general contra todos aquellos actos que afecten la transparencia o integridad del Mercado de Valores. Seguidamente, este mismo artículo tiene tres incisos que prohíben: (a) efectuar transacciones con el objeto de variar artificialmente los precios; (b) efectuar transacciones ficticias, sea porque no existe una real transferencia o porque es efectuada a precios evidentemente distintos a los de mercado; y, (c) efectuar transacciones o inducir la compraventa de valores mediante prácticas o mecanismos engañosos o fraudulentos.

La segunda disposición, es la del artículo 177 que prohíbe propiciar, en beneficio propio o de terceros, la variación artificial de las cotizaciones de los valores. Por último, está el artículo 195(h) que prohíbe llamar a engaño sobre la liquidez de un valor.

Como se puede apreciar, respecto de la manipulación se prohíben dos tipos de prácticas: (a) las transacciones ficticias, considerando como tales a aquellas en las que: (i) no hay real transferencia de propiedad, o (ii) los precios son evidentemente distintos a los del

²⁹ Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV. Op. cit., p. 161642.

³⁰ A la fecha de redacción del presente artículo aún se encontraba pendiente de resolución judicial la apelación interpuesta por las empresas sancionadas.

mercado; y (b) aquéllas que tienen por objeto variar artificialmente los precios.

En conclusión, la regulación local también se basa en la intención (al prohibir las transacciones que se realicen con el objeto de ...), y en el criterio de la variación artificial de precios.

V. EL ROL DE LA REGULACIÓN Y LOS REGULADORES: HACIA EL USO PÚBLICO DEL INTERÉS PRIVADO

Como principio general, considero que determinar si la ley debe prohibir cierto tipo de prácticas o conductas siempre debe hacerse teniendo en cuenta los costos y beneficios de la prohibición *versus* la no prohibición. Y luego, en caso se determine que esa conducta no es socialmente beneficiosa, uno se debe preguntar si la conducta que se busca regular ocurriría si no existiese la prohibición. Sólo si se responde afirmativamente a esta pregunta es que se debe regular.

Lo anterior es de aplicación en el caso de la manipulación mediante la negociación de valores, debido a que por un lado, los costos de monitoreo son muy altos, ya que es una práctica difícil de identificar, y porque la investigación o sanción errónea podría desincentivar operaciones que pueden ser socialmente beneficiosas. De esta manera se hará uso público del interés privado.

En el presente artículo, he sostenido que la ley no debe sancionar las intenciones o pensamientos, sino la conducta objetiva que cause un perjuicio ilegal, sea a un tercero o a la sociedad en su conjunto. Por otro lado, como estas prácticas se pueden dar en función de las características de cada mercado y su regulación, la determinación de la manipulación siempre tendrá que ser caso por caso.

Ahora bien, ¿se debe regular la manipulación mediante una prohibición genérica o mediante la pro-

hibición de ciertas prácticas específicas? Por un lado, se puede argumentar que si se limita la definición de manipulación a una serie de prácticas enunciadas taxativamente, se legitimarían las conductas que caen fuera de las prácticas identificadas como manipulaciones, además de la siempre existente opinión en el sentido que la incertidumbre legal beneficia a los reguladores. Pero no se debe olvidar que las definiciones pueden dar certidumbre a los participantes en el mercado para planificar sus acciones. Y si existiese mayor certeza, se daría un mayor cumplimiento de las normas.

De otro lado, considero que la regulación de estas prácticas debe estar a cargo de un solo regulador. Por tratarse de prácticas con valores mobiliarios, y que ocurren en el Mercado de Valores, considero que debe ser CONASEV quien tenga competencia administrativa exclusiva al respecto. Ello permitiría uniformidad administrativa y jurisprudencial, así como la especialización del personal de dicho ente regulador, lo que a su vez permitiría una mayor seguridad jurídica para el mercado y los que participan en él.

Quiero concluir señalando que sin duda la manipulación mediante la negociación de valores es un tema controvertido (¿qué tema relevante en derecho no lo es?), y el desarrollo del mercado y de nuevas técnicas de negociación –como la negociación directa a través de Internet–, hace que siempre las aproximaciones al mismo estén sujetas a revisión y discusión.

Sin embargo, lo que siempre se debe tener presente son las características del mercado que queremos regular, la idea de regulación -o desregulación- que queremos aplicar, y tener claros los conceptos, de lo contrario se puede interpretar y aplicar el marco normativo sin fundamentos. O se puede caer en confusiones conceptuales que luego pueden llevar a aceptar ciertos intentos de regular, o peor aún, sancionar, prácticas que son totalmente válidas y socialmente beneficiosas.