

## CONFLICTOS DE INTERESES EN LAS BOLSAS DE VALORES DESMUTUALIZADAS: LA EXPERIENCIA PERUANA\*

Jeanette Aliaga Farfán\*\* \*\*\*

*En el presente artículo, la autora realiza un detallado análisis de los conflictos de intereses que, en la actualidad, se presentan en la Bolsa de Valores de Lima como consecuencia de haber pasado, de ser una asociación sin fines de lucro, a ser una sociedad anónima; por ser una entidad autorregulada; entre otros factores.*

*Asimismo, la autora, con el fin eliminar los conflictos de intereses y hacer al marco normativo vigente más eficiente, propone una serie de interesantes modificaciones a dicho marco legal.*

*Definitivamente, el siguiente artículo es importante tanto para aquél que ingresa al mundo de los mercados de valores por primera vez, como para aquél que, siendo ya experimentado en la materia, busca una nueva propuesta de mejora del sistema actual.*

\* Escrito originalmente bajo el título "Conflict of Interests in a For - Profit Exchange: Peruvian Experience". La traducción estuvo a cargo de Mario Fernando Drago Alfaro, miembro de la comisión de Contenido de THEMIS. Asimismo, debido a que esta es la versión en español de un trabajo escrito bajo el formato norteamericano, las citas incluidas sólo consignan la información requerida en dicho sistema. La versión en inglés se terminó de redactar en mayo de 2006. En este sentido, las referencias temporales al presente, la información y las afirmaciones que se consigna tienen ese límite temporal.

\*\* Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en Derecho por la Universidad de Harvard.

\*\*\* Las opiniones y conclusiones expresadas en el presente artículo reflejan exclusivamente la opinión de la autora, y no representan la opinión institucional de CONASEV.

## I. INTRODUCCIÓN

Actualmente, dentro del contexto en el cual la mayoría de las bolsas de valores se están desmutualizando, el debate sobre la viabilidad y eficacia del sistema de autorregulación ha recobrado importancia. El principal aspecto de dicho debate han sido los conflictos de intereses que surgen o que se agudizan por el proceso de desmutualización.

En este escenario, este artículo abordará el proceso de desmutualización de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y su rol como entidad autorregulada.

En efecto, en los últimos años, se ha podido observar que el modelo del sistema de autorregulación en el Perú no ha sido completamente exitoso. En consecuencia, es tiempo de evaluar las causas de ello y la viabilidad de aquel.

En este sentido, el propósito del presente artículo es identificar los principales conflictos de intereses existentes, evaluar las posibles soluciones para removerlos o atenuarlos y, eventualmente, proponer una aproximación alternativa de regulación para el mercado de valores peruano.

Para tales efectos, en primer lugar, se describirán brevemente las características del mercado de valores peruano y su marco institucional, la organización de la BVL y el marco legal de la autorregulación en el Perú. En segundo lugar, se identificarán los principales conflictos de intereses que existen en el mercado de valores peruano. En tercer lugar, se describirán algunas propuestas normativas y sugerencias que tienen como objetivo reducir dichos conflictos de intereses. Finalmente, se esbozarán las principales conclusiones.

## II. CONTEXTO

### 1. El mercado de valores peruano y su marco institucional

De acuerdo con los indicadores de desarrollo del Banco Mundial de fines del 2004, el mercado de valores peruano es el quinto mercado más grande en América Latina, después de México, Brasil, Chile

y Argentina. A fines del 2004, la capitalización de mercado fue de 22,115 millones dólares o 26,5% del Producto Bruto Interno<sup>1</sup> y, a fines del 2005, fue de 36,196 millones de dólares o 49% del Producto Bruto Interno<sup>2</sup>.

El mercado de valores peruano está conformado por un único mercado organizado, cuya conducción está a cargo de la BVL, y el mercado extrabursátil donde se realizan, principalmente, negociaciones privadas.

Durante el 2005, la negociación en el mercado secundario fue de 4,063.2 millones. El 89,4% de dicho monto corresponde a transacciones efectuadas en el mercado bursátil y el resto al mercado extrabursátil.

Adicionalmente, existe otro sistema alternativo de negociación denominado DATATEC, el cual es un sistema anónimo y electrónico donde se negocian, principalmente, divisas y deuda soberana. Este sistema no se encuentra bajo la supervisión de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

Respecto a la rentabilidad de las inversiones, durante el 2005, los indicadores del mercado de valores fueron positivos y más altos que los de otros mercados tales como Sao Paulo, Buenos Aires y Santiago. En efecto, el índice general de la BVL (IGBVL) se incrementó en 29,4% en el 2005<sup>3</sup>.

Los principales inversionistas en el Perú son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) y los agentes de intermediación. Ambas clases de inversionistas se encuentran relacionados a los bancos. Las AFPs son cinco, y en cuanto a los agentes de intermediación, existen dieciocho sociedades agentes de bolsa y tres sociedades de intermediación de valores<sup>4</sup>.

Los participantes del mercado son supervisados por la BVL, quien tiene la calidad de entidad autorregulada, y CONASEV. Ambas instituciones son responsables por el cumplimiento de la Ley de Mercados de Valores, Decreto Legislativo 861, y sus normas complementarias.

<sup>1</sup> Fuente: Banco Mundial. Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial 2004. En: <http://devdata.worldbank.org/wdi2005/Section5.htm>. Tabla 5.4.

<sup>2</sup> CONASEV, Gerencia de Investigación y Desarrollo. "Evolución del Mercado de Valores Peruano en el 2005". En: Revista Valores 45. 2006. p. 5. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/Novedades/Revista\\_Valores\\_Feb06.pdf](http://www.CONASEV.gob.pe/Novedades/Revista_Valores_Feb06.pdf).

<sup>3</sup> Para mayores detalles, véase el Reporte Mensual del Mercado de Valores de febrero de 2006. p. 27. Cuadro 6. Disponible en: <http://www.CONASEV.gob.pe/Estadistica/Reporte.asp?txtAnio>.

<sup>4</sup> Información obtenida del Registro Público del Mercado de Valores.

Por otro lado, CONASEV es una entidad pública perteneciente al Sector de Economía y Finanzas, y tiene autonomía funcional, administrativa y económica; siendo sus principales funciones supervisar, regular y promover el mercado de valores<sup>5</sup>. Además, presenta dos órganos sancionadores: el Tribunal Administrativo y el Directorio, los cuales resuelven en primera y en segunda instancia, respectivamente.

Adicionalmente, existen órganos instructores –gerencias de línea– que tienen facultades para realizar investigaciones, requerir información o documentación, así como interrogar testigos. De manera específica, existen dos órganos principales encargados de velar por el cumplimiento de la LMV. Uno está a cargo de supervisar los emisores, la bolsa de valores, y las instituciones de compensación y liquidación de valores. El otro órgano es responsable de la supervisión de los agentes de intermediación, los fondos mutuos y los fondos de inversión.

El sistema legal está basado en el Derecho Civil. Las dos principales normas en materia de mercado de valores son la LMV, la cual regula, principalmente, las ofertas públicas de valores, agentes de intermediación, las bolsas, las instituciones de compensación y valores, los fondos mutuos, y otros partícipes del mercado de valores; y la Ley de Fondos de Inversión (LFI), que regula, básicamente, todos los aspectos relacionados a los fondos de inversión.

## 2. Bolsa de Valores de Lima

La BVL se constituyó en 1970 como una asociación civil sin fines de lucro y se desmutualizó en enero de 2003. El proceso de desmutualización fue motivado, parcialmente, por la aparición de una posible competencia y por las ventajas provenientes de la nueva forma societaria adoptada: el acceso al capital y el poder contar con una estruc-

tura más flexible para desarrollar las actividades propias de la bolsa<sup>6</sup>. Sin embargo, es importante indicar que el proceso de desmutualización de la BVL no fue parte de la ejecución de ninguna política de gobierno.

Con relación a la potencial competencia –al igual que en otros mercados de valores en desarrollo<sup>7</sup>– la principal preocupación fue la falta de liquidez como consecuencia del incremento de la competencia en el ámbito internacional por el flujo de las órdenes de compra o venta de los valores, y la creciente marginalización del mercado de valores doméstico.

Es así, que la BVL se convirtió en una sociedad anónima, es decir, en una organización con fines de lucro y responsabilidad limitada, por lo que, actualmente, no tiene el privilegio de estar inafecta al pago de tributos. La propiedad y el acceso a la negociación han sido separados. En otras palabras, no es necesario ser socio –accionista– a efectos de poder participar en la negociación bursátil como agente de intermediación. Sin embargo, en el proceso de desmutualización cada asociado –agente de intermediación– de la BVL recibió acciones a cambio de su certificado de participación (membresía en la asociación).

En 2003, la BVL listó sus acciones en su propia rueda de bolsa. Dichas acciones representan una capitalización bursátil de 59, 715, 840 soles (17,061668 de dólares aproximadamente)<sup>8</sup>. Al 31 de diciembre de 2005, su capital social estuvo representado por 47,772.672 acciones (32,843,712 acciones clase A y 14,960 acciones clase B) con un valor nominal de 1.25 soles cada una.

Las acciones clase B, a diferencia de las acciones clase A, son acciones sin derecho a voto, pero cuentan con el derecho a un dividendo preferencial de 5% respecto al dividendo que le corresponde a los titulares de acciones clase A<sup>9</sup>.

Accionistas clase A<sup>10</sup>

Propiedad	Número de accionistas	Porcentaje de participación
Menos del 1%	31	1.58%
Desde 1% a 5%	22	98.42%
Desde 5% a 10%	0	0%
Más de 10%	0	0%
Total	53	100%

<sup>5</sup> Para mayores detalles acerca de CONASEV, véase: [http://www.CONASEV.gob.pe/Acercade/Acer\\_historia.asp](http://www.CONASEV.gob.pe/Acercade/Acer_historia.asp).

<sup>6</sup> Para mayores detalles sobre la historia de la BVL, véase: <http://www.BVL.com.pe/>. Respecto a los motivos del proceso de desmutualización de la BVL, véase: Resolución CONASEV 029-2003-EF/94.1.0.

<sup>7</sup> Emerging markets committee of the international organization of securities commissions (IOSCO). "Exchange Desmutualization in Emerging Markets". 2005. p. 10.

<sup>8</sup> BVL.Memoria Anual 2005. p. 22. En: [http://www.CONASEV.gob.pe/BVL/BVL\\_memoria.asp?p\\_codigo=18088](http://www.CONASEV.gob.pe/BVL/BVL_memoria.asp?p_codigo=18088).

<sup>9</sup> Ibid. p. 23.

<sup>10</sup> Ibid. p. 22.

De las acciones clase A, el 96.93% corresponde a las sociedades agentes de bolsa<sup>11</sup>. En consecuen-

cia, a diciembre de 2005, las sociedades agentes de bolsa eran aún los accionistas mayoritarias.

#### Accionistas clase B<sup>12</sup>

Propiedad	Número de accionistas	Porcentaje de participación
Menos del 1%	41	3.61%
Desde 1% a 5%	3	6.01%
Desde 5% a 10%	10	90.38%
Más de 10%	0	0%
Total	54	100%

De acuerdo con la LMV, ninguna persona ni sus vinculados puede ser propietaria, directa o indirectamente, de acciones de la bolsa que representen más del 5% del capital social con derecho a voto<sup>13</sup>.

Durante el 2005-2006, el rango de precios de negociación de las acciones clase A estuvo entre 1,45 y 3,40 nuevos soles y, el de las acciones clase B estuvo entre 1,02 y S/.2,85<sup>14</sup> nuevos soles. Sin embargo, es importante indicar que son acciones no líquidas.

Las actividades de la BVL son reguladas por la LMV y son supervisadas por CONASEV, siendo el principal propósito de la BVL facilitar la negociación de los valores mobiliarios.

La negociación de la BVL es realizada a través del Sistema de Negociación Electrónica denominado ELEX, el cual fue implementado en agosto de 1995. Las propuestas y transacciones con acciones listadas en bolsa pueden ser ingresadas simultáneamente a través de un terminal del ELEX o a través de la Sala de Rueda utilizando papeletas, las cuales son registradas mediante un sistema de lectura óptica por *scanner*.

Este sistema permite a las sociedades agentes de bolsa ingresar propuestas y negociar valores desde

sus terminales ubicados en sus propias oficinas y utilizar los diferentes módulos de negociación de la bolsa<sup>15</sup>. La compensación y liquidación de los valores mobiliarios se realiza fuera de la BVL.

Al 31 de diciembre de 2005, la BVL emplea a 49 personas<sup>16</sup>.

La estructura de ingresos de BVL comprende la retribución por la inscripción de los emisores y el listado de sus valores (38,16% aproximadamente), por la ampliación de emisión (3,31% aproximadamente), por negociación (28,70% aproximadamente), por servicios de difusión e información (5,27% aproximadamente), por ingresos financieros (20,85% aproximadamente), y otros ingresos (0,95% aproximadamente.). Sin embargo, la BVL no cobra tarifa alguna por regulación<sup>17</sup>.

La BVL es una entidad autorregulada y –actualmente– es un monopolio, aunque no un monopolio legal. En consecuencia, en teoría, otras bolsas de valores podrían ser organizadas y operar en el mercado de valores peruano.

A fines del 2005, la cantidad total negociada fue 3,627.6 millones<sup>18</sup> de dólares y el número de compañías con valores listados fue 242, lo que incluye emisores de acciones y valores representativos de deuda. Esta cifra representa un in-

<sup>11</sup> BVL. Información Financiera Auditada Anual. Notas a los Estados Financieros al 31 de diciembre del 2005 y 2004. p. 27. Nota 13. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/BVL/BVL\\_memoria.asp?p\\_codigo=18088](http://www.CONASEV.gob.pe/BVL/BVL_memoria.asp?p_codigo=18088).

<sup>12</sup> BVL. Nota 8, *supra*. p. 22.

<sup>13</sup> Véase: Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores (LMV) aprobado mediante Decreto Supremo 093-2002-EF, artículo 137.

<sup>14</sup> Fuente: Boletín Diario de la BVL. Disponible en: <http://www.BVL.com.pe/english/index.html>.

<sup>15</sup> La descripción del Sistema de Negociación Electrónico ha sido tomada de la página web de la BVL. Disponible en: <http://www.BVL.com.pe/english/index.html>.

<sup>16</sup> BVL. Nota 11, *supra*. p. 23.

<sup>17</sup> BVL. Información Financiera Auditada Anual. Notas a los Estados Financieros 1, 2 y 3. Estados de Ganancias y Pérdidas al 31 de diciembre del 2004 y 2005. p. 4. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/BVL/BVL\\_eeff\\_menu.asp](http://www.CONASEV.gob.pe/BVL/BVL_eeff_menu.asp). Los porcentajes han sido calculados sobre la base de los ingresos totales.

<sup>18</sup> BVL. Nota 8, *supra*. p. 9.

crecimiento de 4.31% respecto del año pasado<sup>19</sup>. Sin embargo, es importante mencionar que el listado de valores de un número importante de emisores no es necesariamente voluntario, sino que es, básicamente, consecuencia de un mandato legal. Así tenemos que las cinco AFPs, dieciséis instituciones financieras (bancos y compañías de leasing), doce empresas de seguro, empresas públicas, y veintiún sociedades agrarias azucareras que están obligadas a inscribir o listar sus acciones<sup>20</sup>.

Adicionalmente, de acuerdo con la LMV (artículo 83) las acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores deben también listar en una rueda de bolsa.

La organización de la BVL básicamente comprende: (i) el Directorio; (ii) la Gerencia General; (iii) el Departamento Legal; (iv) la Gerencia de Administración, Finanzas y Sistemas; (v) la Dirección de Mercados; (vi) la Gerencia de Desarrollo de Proyectos; (vii) Auditoría Interna; (viii) Emisores e Información Bursátil; (ix) Intermediarios; y, (x) el Departamento de Contabilidad<sup>21</sup>.

Actualmente, el Directorio está compuesto de siete miembros, quienes son elegidos por los accionistas. No se exige la presencia de directores que representen el interés público o de directores independientes<sup>22</sup>. En efecto, la mayoría de los actuales directores<sup>23</sup> están relacionados con el mercado de valores, con agentes de intermediación que fueron miembros de la BVL antes su desmutualización o con agentes de intermediación que mantienen el control de la BVL aun después del proceso de desmutualización<sup>24</sup>. Asimismo, no existen comités especiales.

De acuerdo con la LMV, existe un Director de Rueda, quien resuelve con fallo inapelable las cuestiones

sobre la validez de las operaciones que se susciten durante la rueda de bolsa. También es competente para suspender la sesión de rueda de bolsa o, en su caso, la negociación de un determinado valor y debe cumplir con sus obligaciones de manera imparcial, sin interferencia alguna de los agentes de intermediación, de los miembros del Directorio o de otros funcionarios de la bolsa<sup>25</sup>. El Director de Rueda reporta al Directorio de la Bolsa.

Adicionalmente, existen dos divisiones (emisores e información bursátil, intermediarios), las cuales supervisan a los emisores y a los agentes de intermediación<sup>26</sup>. Es importante indicar que, en el caso de la supervisión de los emisores, cuando la BVL detecta una infracción a la LMV, sólo tiene la obligación de reportarla a CONASEV. Es decir, la BVL no es competente para sancionar directamente a los emisores.

En el caso de los agentes de intermediación, la BVL tiene la facultad de imponer la sanción correspondiente. El procedimiento disciplinario es seguido ante la Cámara Disciplinaria. Ésta actúa como órgano de primera instancia, siendo CONASEV la segunda instancia.

Así mismo, existen otros dos órganos denominados Cámara Arbitral y Cámara de Controversias<sup>27</sup>, los cuales resuelven controversias entre los agentes de intermediación o entre los agentes de intermediación y sus comitentes. El Directorio de la BVL nombra a los miembros de estos órganos, los cuales están compuestos de cinco miembros (tres titulares y dos suplentes) cada uno<sup>28</sup>.

Finalmente, es importante indicar que –a la fecha– el proceso formal de desmutualización está casi concluido. Sin embargo, es posible afirmar que la BVL está aún en proceso de convertirse en una verdadera entidad desmutualizada y de adaptarse a una nueva cultura empresarial.

<sup>19</sup> Ibid. p. 10.

<sup>20</sup> Ibid. p. 11. Cabe precisar que en el caso de las sociedades agrarias azucareras, así como, en general, en el caso de las sociedades anónimas abiertas, la obligación legal es que dichas sociedades tengan sus acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores. Sin embargo, por aplicación del artículo 83 de la LMV, ello implica, además, la obligación de listar sus acciones en rueda de bolsa.

<sup>21</sup> Para mayores detalles sobre cada una de las divisiones, véase la Sección Funciones y Estructura de la BVL. Disponible en: <http://www.BVL.com.pe/english/index.html>.

<sup>22</sup> IOSCO. Nota 7, *supra*. p.10.

<sup>23</sup> Esto puede ser apreciado a partir de los *curriculum vitae* que aparecen en la Memoria Anual de 2005. Nota 8, *supra*. p. 18.

<sup>24</sup> La definición de "Director Independiente" fue tomada de: CARSON, Jhon W. "Conflict of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?". 2003. p. 19. Disponible en: [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer?WDS/IB/2004/11/05/000160016\\_20041105142008/Rendered/INDEX/wps3183.txt](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer?WDS/IB/2004/11/05/000160016_20041105142008/Rendered/INDEX/wps3183.txt). "El concepto de "independencia", de acuerdo con las reglas de la NYSE, fue redefinido con respecto a los directores a efectos de excluir, esencialmente, a toda persona con cualquier relación o asociación con la bolsa, con un miembro de la bolsa, o con un emisor" (traducción libre). Securities Exchange Commission. "Concept Release Concerning Self Regulation". Release 34-50700,69. 2004. p 10. En: <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>.

<sup>25</sup> LMV. Artículo 119.

<sup>26</sup> Organigrama de la BVL. En: <http://www.BVL.com.pe/index.html>. Adicionalmente, véase: Reglamento de Vigilancia del Mercado de la Bolsa de Valores de Lima, aprobado mediante Resolución CONASEV 86-1998-EF/94.10.

<sup>27</sup> Reglamento de Solución de Controversias por parte de la Bolsa de Valores de Lima, aprobado mediante Resolución CONASEV 87-1998-EF/94.10.

<sup>28</sup> Resolución CONASEV 87-1998-EF/94.10. Artículos 14, 22 y 41.

### 3. Mercado legal de la autorregulación en el Perú

De acuerdo con la LMV<sup>29</sup>, la BVL y CAVALI (Institución de Compensación y Liquidación de Valores) están a cargo de la autorregulación dentro del ámbito de su competencia, mientras que CONASEV es la entidad gubernamental que se encarga de supervisar dicha autorregulación.

En el caso de CAVALI, ésta debe establecer sus reglas internas –con la aprobación de CONASEV– y ser capaz de disciplinar a los partícipes que violen tales normas. La BVL debe regular sus propias actividades y la de sus miembros, así como supervisar el estricto cumplimiento de la LMV<sup>30</sup> por parte de los agentes de intermediación.

Entre las principales obligaciones de la BVL como entidad autorregulada están el listado de valores, el establecimiento de normas y estándares de listado así como la determinación de las reglas relacionadas a la suspensión y exclusión de los valores mobiliarios; el establecimiento de derechos y obligaciones de los emisores y de los agentes de intermediación, de los requisitos de admisión para los nuevos miembros y de las normas que regulen la negociación de los valores; la regulación sobre la constitución, aplicación, reposición y funcionamiento del Fondo de Garantía<sup>31</sup>; la supervisión del mercado de valores; la inspección y disciplina de sus miembros; la solución de disputas entre sus miembros y entre éstos y sus comitentes; el arbitraje, la mediación, la imposición de sanciones como consecuencia del incumplimiento de las normas del mercado de valores, y el garantizar la difusión de información sobre los emisores y sus valores así como sobre los agentes de intermediación y sobre las operaciones bursátiles<sup>32</sup>.

Sin embargo, es importante precisar que la BVL sólo está facultada para proponer normas. Para la validez y vigencia de la normas propuestas se requiere la aprobación de CONASEV. Asimismo, cualquier decisión sobre el listado o “deslistado” de valores mobiliarios adoptada por la BVL sólo tiene efecto después de la decisión de CONASEV sobre la inscripción o exclusión de los valores mobiliarios del Registro Público del Mercado de Valores.

Finalmente, CONASEV puede delegar en una o más bolsas, las facultades que la LMV le confiere, en relación con las sociedades agentes de bolsa y con emisores con valores inscritos en dicha bolsa<sup>33</sup>.

### 4. Balance

En general, es posible afirmar que la legislación reconoce el rol fundamental de la BVL como entidad autorregulada con la finalidad de asegurar la integridad y transparencia en el mercado de valores.

En el proceso de desmutualización, la opción legal fue mantener –fundamentalmente– a la BVL como entidad autorregulada. Sin embargo, la única medida legal a efectos de abordar los conflictos de interés, que se agudizaron o surgieron, fue el establecimiento de límites respecto de la propiedad –directa o indirecta– sobre las acciones de la bolsa.

En este contexto, el proceso de desmutualización de la BVL sólo conllevó un cambio de su forma legal (de una asociación civil sin fines de lucro a una sociedad anónima) y, en ningún caso, implicó un cambio significativo en su estructura de gobierno. En efecto, el único cambio ha sido el del certificado de participación –membresía– en la bolsa por acciones; sin embargo, los agentes de intermediación aún mantienen el control absoluto de la bolsa. Con relación a la estructura corporativa de la BVL, no existe ningún cambio real con respecto a sus órganos corporativos a efectos de lidiar con cualquier existente o potencial conflicto de intereses.

En consecuencia, el resultado es que tenemos que enfrentar conflictos de intereses propios de su anterior forma legal, que en algunos casos se han intensificado, así como también lidiar con los conflictos de intereses propios de una sociedad con fines de lucro, en un escenario donde la BVL tiene poca o ninguna competencia doméstica y donde su posición monopólica ha sido favorecida por límites impuestos a la propiedad de sus acciones y otras normas legales, especialmente aquéllas relacionadas al listado obligatorio de un número importante de emisores.

<sup>29</sup> LMV. Artículos 131, 132.

<sup>30</sup> LMV. Artículos 131, 227 y 230.

<sup>31</sup> LMV. Artículo 146.

<sup>32</sup> LMV. Artículo 132.

<sup>33</sup> LMV. Artículo 131.

Finalmente, es importante mencionar que dado que las obligaciones, responsabilidades y funciones de la BVL como entidad autorregulada se encuentran en la LMV, cualquier modificación de aquellas requiere la aprobación del Congreso de la República. Sin embargo, esto no implica que CONASEV no pueda adoptar alguna medida a efectos de reducir o eliminar aquellos conflictos de intereses, siempre que dichas medidas se encuentren dentro del marco legal vigente.

### III. LA ACTUACIÓN DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA COMO ENTIDAD AUTORREGULADA: SEÑALES DE ADVERTENCIA Y PRINCIPALES CONFLICTOS DE INTERESES

En esta sección se intentará identificar los principales conflictos de intereses que existen en el Mercado de Valores peruano –tomando en cuenta la extensiva literatura<sup>34</sup>– sobre conflictos de intereses existentes en una entidad autorregulada con o sin fines de lucro, la actuación de la BVL en los últimos años<sup>35</sup>, y las particularidades del Mercado de Valores peruano así como el marco normativo vigente.

Para tales efectos, se dividirá esta sección considerando las principales funciones de la BVL como entidad autorregulada. A su vez, se subdividirá cada una de estas funciones sobre la base de los principales actores en el mercado de valores, teniendo en cuenta, de un lado, el interés de los accionistas de la bolsa de valores y, del otro lado, la protección del inversionista como principal objetivo.

Por último, es importante mencionar que no se abordara ningún conflicto de intereses o problema que resulte de la negociación entre diferentes mercados, dado que en el mercado de capitales peruano existe un único mercado organizado.

## 1. Facultad reguladora

En general, es posible afirmar que la desmutualización de las bolsas de valores genera nuevos conflictos de intereses, los cuales surgen como consecuencia de operar la bolsa como un negocio y, a la vez, brindar un servicio al público y cumplir un rol de protección del interés público. Una parte de esos conflictos de intereses está relacionada al rol de la bolsa como regulador de su propio mercado.

### 1.1. Emisores

Respecto a los emisores, la literatura señala que el principal conflicto de interés consiste en que la bolsa de valores pueda tender a relajar los requisitos para el listado de los valores o los estándares de gobierno corporativo en razón de que un mayor número de empresas listadas significa mayores ingresos<sup>36</sup>.

Al respecto, es posible afirmar que aun cuando esta clase de conflictos de intereses está presente, esto no es un asunto de preocupación relevante en el mercado de valores peruano dado que, en primer lugar, la BVL no puede establecer requisitos para el listado de valores por sí misma. En efecto, como se ha mencionado previamente, cualquier propuesta normativa por parte de la BVL requiere necesariamente la aprobación de CONASEV. En consecuencia, la entidad gubernamental reguladora se convierte en la garante de estándares adecuados para el listado de valores.

En segundo lugar, los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas no son de uso obligatorio para las empresas listadas. Las sociedades sólo tienen que revelar si están cumpliendo o no con los referidos principios y de estar haciéndolo, deben –adicionalmente– calificar su grado de cumplimiento. En este sentido, actualmente la BVL no cumple ningún rol en relación con el establecimiento de los mencionados principios, y, de ser el caso, con su aplicación.

<sup>34</sup> Sobre conflictos de intereses en las bolsas desmutualizadas, véase:

- (i) FLECKNER, Andreas. "Stock Exchanges at the Cross Roads: Competitive Challenges-Reorganization-Regulatory Concerns". Harvard, Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows. Discussion Paper Series. Octubre de 2005. Discussion paper 6. Disponible en: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/).
- (ii) Technical Committee of IOSCO. "Issues Paper On Exchange Demutualization". Junio de 2001.
- (iii) CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*.
- (iv) Securities Industry Association. "Reinventing Self Regulation: White Paper for the Securities Industry Association". En: [http://www.sia.com/market\\_structure/html/siawhitepaperfinal.htm](http://www.sia.com/market_structure/html/siawhitepaperfinal.htm)
- (v) Securities Exchange Commission. Nota 24, *supra*.
- (vi) HAYAT, Usman. "Conflicting Interests in Demutualization". En: <http://www.dawn.com/2005/02/28/eb5.htm>.

<sup>35</sup> Es importante indicar que, en algunos casos, en la medida en que no existe información consolidada disponible sobre las acciones o decisiones de la BVL, algunas de las afirmaciones sobre el desempeño de la BVL como entidad autorregulada no son más que inferencias. Sin embargo, en la mayoría de los casos, las afirmaciones efectuadas están respaldadas por hechos verificables.

<sup>36</sup> HAYAT, Usman. Nota 34, *supra*.



En suma, existe un mecanismo que reduce el conflicto de intereses existente que unido al interés de la BVL de mantener una buena reputación<sup>37</sup> contrarresta, de alguna manera, el incentivo de la BVL para relajar la regulación.

Sin embargo, es importante indicar que el principal problema relacionado con la regulación respecto de los emisores es la falta de una voluntad seria por parte de la BVL para proponer una normativa correspondiente debido, fundamentalmente, a su posición monopolística, como se explicará más adelante.

Adicionalmente, en el caso de los emisores, dicha posición monopolística es fortalecida por la existencia de lo que se conoce como "emisores cautivos". En efecto, como se explicó previamente, un número relativamente importante de emisores deben listar sus valores en la bolsa. En tal sentido, y considerando que existe una única bolsa de valores, dichos emisores deben mantener sus valores listados independientemente de los estándares o requisitos de listado existentes. En otras palabras, la BVL no tiene los incentivos suficientes para proponer requisitos adecuados de listado. En consecuencia, la calidad de los estándares para el listado termina siendo irrelevante.

Otra norma legal que fortifica la posición monopólica de la BVL es el artículo 83 de la LMV, que establece que las acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores deben listar en alguna rueda de bolsa. Nuevamente, dado que existe una única bolsa de valores, tenemos el mismo resultado: la no existencia de suficientes incentivos a efectos de que la BVL proponga estándares adecuados de listado.

## 1.2. Sociedades agentes de bolsa

Respecto de las sociedades agentes de bolsa, el potencial conflicto de intereses es relajar las normas sobre todos los aspectos que involucran la intermediación de valores.

Esto comprende la regulación sobre los miembros de la bolsa: regulación sobre las calificaciones

financieras mínimas que deben tener los *brokers* y *dealers*, y las reglas de mercado: reglas de conducta sobre los *brokers* y *dealers* a efectos de conservar a sus clientes así como de atraer nuevas órdenes de compra y venta de valores<sup>38</sup>, lo que, a su vez, garantiza mayor liquidez y, en consecuencia, una ejecución de órdenes más económica y rápida<sup>39</sup>.

Sobre el particular, es importante mencionar que la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>40</sup> ha evidenciado el conflicto de intereses que el personal de las bolsas de valores tiene que enfrentar dado que son responsables de obligaciones propias de una entidad autorregulada, y, a la vez, son parte de una organización de negocios competitiva.

En el mercado de capitales peruano, el problema no es el establecimiento de estándares de bajo nivel en la regulación sobre agentes de intermediación como consecuencia de la existencia de un mercado competitivo, sino, más bien, como consecuencia de que la bolsa de valores tiene una posición monopólica. En efecto, es esa situación de monopolio la que agrava los conflictos de intereses. Veamos.

Aunque la literatura ha señalado que, actualmente, las bolsas de valores tienen que enfrentar la competencia de mercados de valores extranjeros, y que "en el nuevo entorno, las bolsas no son más monopolios, sino que deben operar como eficientes organizaciones de negocios"<sup>41</sup>, es posible afirmar que la BVL es aún un monopolio. En efecto, la BVL tiene poca o ninguna competencia doméstica y la competencia de los mercados extranjeros no es suficientemente relevante.

Como antes se mencionó, la BVL no es un monopolio legal, pero sí un monopolio de hecho<sup>42</sup> dado que: (i) existen altos costos de entrada (requerimientos legales tales como capital mínimo, la constitución de garantías, número mínimo de sociedades agentes de bolsa, costos de autorregulación, etcétera); (ii) la competencia en la negociación que la BVL tiene que enfrentar es de menor importancia considerando que la BVL

<sup>37</sup> La reputación de las bolsas de valores ha sido invocada por las propias bolsas y por la literatura especializada como un elemento que alinea el interés comercial de la bolsa con el interés público. En otras palabras, si las bolsas de valores no son capaces de garantizar la calidad de los emisores que listan en su mercado, en el largo plazo, ello repercutirá desfavorablemente en su negocio.

<sup>38</sup> Securities Exchange Commission. Nota 24, *supra*.

<sup>39</sup> ELLIOTT, Jennifer. "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective". 2002. p. 9.

<sup>40</sup> Securities Exchange Commission. Nota 24, *supra*.

<sup>41</sup> Traducción Libre. AGGARWAL, Reena. "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges". 2002. p. 8.

<sup>42</sup> Algunos de estos argumentos surgieron cuando se discutió si CONASEV debía o no continuar aprobando las tarifas de la BVL.



es propietaria del 50% de las acciones del DATATEC<sup>43</sup> y que en este mecanismo se negocia principalmente deuda soberna; y, (iii) debido a la existencia de beneficios tributarios para los inversionistas que optan por negociar a través de la bolsa.

Con relación a la competencia extranjera, aun cuando se ha afirmado que “los servicios –alguna vez ofrecidos exclusivamente por la bolsa de valores local– están actualmente disponibles en cualquier lugar, generando competencia por el flujo de órdenes de compra y venta de valores y por el listado de valores”<sup>44</sup>, es posible sostener que en el caso del mercado de valores peruano la competencia proveniente de mercados extranjeros no es relevante por, al menos, las siguientes razones:

- (i) Sólo pocas compañías peruanas han decidido listar sus valores en otras bolsas de valores extranjeras. Adicionalmente, estas compañías han emitido, por ejemplo, ADRS. De este modo, mantienen el listado de sus valores en ambas bolsas. En este sentido, la BVL no pierde necesariamente esos emisores. Adicionalmente, es importante mencionar que la potencial pérdida de emisores es menor dado que sólo las grandes compañías pueden acceder a bolsas como la *New York Stock Exchange* (NYSE) u otras bolsas de reconocido prestigio.
- (ii) En el caso de las sociedades agentes de bolsa sucede algo similar, ya que éstas, generalmente, no tienen el conocimiento y la experiencia suficiente para ser parte o participar en otras bolsas extranjeras. En algunos casos, no pueden satisfacer los estándares para ser calificados como *brokers* o *dealers* en mercados de valores extranjeros.
- (iii) Los inversionistas no institucionales del mercado de valores peruano no tienen la suficiente cultura bursátil para invertir en mercados sofisticados, y en el caso de los inversionistas institucionales tales como las AFPs, tienen límites para invertir en valores mobiliarios extranjeros.

De lo expuesto, se evidencia la posición monopólica que posee la BVL, la cual es favorecida por

la imposición de límites en la propiedad de sus acciones. En efecto, las restricciones en la propiedad de las acciones de las bolsas impiden<sup>45</sup> la adquisición de la bolsa de valores local por parte de una bolsa de valores o compañía extranjera<sup>46</sup>, lo cual a su vez –de acuerdo con la literatura sobre gobierno corporativo–, incrementa los costos de agencia respecto de la administración de la bolsa, dado que no existe la amenaza de una potencial adquisición cuando la bolsa opere de manera ineficiente.

En este contexto, la BVL tiene fuertes incentivos para ofrecer productos y servicios de baja calidad. En nuestro caso, esto podría significar mínima o ninguna regulación o, en el mejor escenario, el relajamiento de la regulación sobre las sociedades agentes de bolsa a efectos de reducir costos y maximizar rentabilidad.

De este modo, es probable que la estrategia de la BVL no sea atraer nuevas sociedades agentes de bolsa, dado que el grado de desarrollo del mercado de capitales peruano no lo permite, sino que su principal objetivo sea el incremento del volumen de las transacciones, estableciendo una regulación sobre las sociedades agentes de bolsa más flexible y haciendo que la regulación sobre la negociación no se convierta en un obstáculo para lograr dicho incremento.

Sin embargo, lo importante a efectos de poder afirmar que en el mercado de valores peruano se verifican conflictos de intereses vinculados a la regulación sobre las sociedades agentes de bolsa y sobre la negociación, no es especular sobre cuáles son los motivos o estrategias de la BVL, sino tener en cuenta, al menos, algunos hechos que estarían evidenciando que la BVL no ha cumplido con su rol como regulador.

En efecto, poco tiempo después de que la BVL se convirtiera en una organización con fines de lucro (enero de 2003) se suponía que la BVL tenía como obligación remitir las correspondientes propuestas normativas<sup>47</sup> sobre las sanciones que podrían ser impuestas a los miembros de su Directorio; los derechos y obligaciones de los emisores y agentes de intermediación y negociación; el registro y

<sup>43</sup> BVL. Nota 8, *supra*. p. 23.

<sup>44</sup> Traducción Libre. ELLIOTT, Jennifer. Nota 39, *supra*. p. 8.

<sup>45</sup> Sin embargo, los límites a la propiedad pueden servir a varios otros propósitos, incluyendo (...) (i) limitar el potencial conflicto de intereses entre los accionistas y los intereses de los miembros de la bolsa; y, (ii) mantener el control sobre los potenciales conflictos de intereses entre el interés público y las obligaciones de regulación de las bolsas, y los intereses de los accionistas (traducción libre). CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 19.

<sup>46</sup> CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*.

<sup>47</sup> Resolución CONASEV 030-2003-EF/94.10. Artículo 4. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil\\_detalle.asp?p\\_cnorma=RC\\_0000200300030&p\\_codseccion=V](http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil_detalle.asp?p_cnorma=RC_0000200300030&p_codseccion=V).

listado de los valores mobiliarios; el procedimiento a seguir en el caso de disputas entre sus miembros y entre tales miembros y sus clientes; así como también remitir la regulación sobre la constitución, reposición, aplicación y funcionamiento del Fondo de Garantía. La fecha límite que CONASEV<sup>48</sup> estableció para dicha obligación fue diciembre del 2003.

No obstante, hasta la fecha, existe un mínimo cambio normativo en esas materias. La principal razón es que la BVL no ha cumplido con remitir las correspondientes propuestas normativas o, en el mejor de los casos, habiéndolas remitido, éstas estuvieron incompletas, por lo que fueron observadas por CONASEV. Finalmente, dichas observaciones no se subsanaron, o la subsanación no fue completa.

De manera específica, algunos ejemplos de lo descrito fueron:

- (i) El reglamento sobre los agentes de intermediación, el cual regula –entre otros temas– los derechos y obligaciones de los agentes de intermediación y que, en principio, se supone debía ser el resultado, fundamentalmente, de una propuesta normativa a elaborarse por la BVL. Sin embargo, tomando en cuenta el poco avance de la propuesta normativa, el tiempo transcurrido, y las necesidades del mercado, CONASEV decidió elaborar dicha propuesta normativa. Dicho proyecto de reglamento ha sido recientemente puesto a disposición del público (febrero de 2006<sup>49</sup>). Actualmente, su aprobación se encuentra pendiente.
- (ii) La extensión concedida a la BVL (hasta mayo de 2004<sup>50</sup>) a efectos de que presente una propuesta integral sobre la administración de garantías que deben constituir las sociedades agentes de bolsa con el fin de garantizar el cumplimiento de las obligaciones que se deriven de su participación en el mercado de valores. La extensión fue concedida dado que la BVL había

incumplido con presentar una propuesta integral a efectos de regular dichas garantías. Adicionalmente, es importante mencionar que CONASEV decidió, finalmente, reemplazar a la BVL en dicha tarea, y en su rol de supervisor y administrador de dichas garantías<sup>51</sup>. Esto último obedeció al surgimiento de un serio conflicto de intereses en una determinada situación que se explicará más adelante.

- (iii) Las observaciones formuladas a la propuesta normativa sobre derechos y obligaciones de los emisores no han sido, a la fecha, subsanadas de manera apropiada.

Adicionalmente, existen dos conflictos de intereses que son comunes a la regulación sobre emisores y agentes de intermediación. El primero es la potencialidad de inadecuados fondos para la regulación en la medida en que si la bolsa de valores reduce gastos<sup>52</sup>, ello incrementa las utilidades<sup>53</sup>. En este caso, el conflicto de intereses se verifica respecto de los accionistas. En efecto, cuando más fondos son asignados a la regulación, el resultado es menores dividendos para los accionistas<sup>54</sup>.

Con respecto a dicho conflicto de intereses, de acuerdo con la Memoria Anual de la BVL<sup>55</sup>, la bolsa no recibe ingresos por sus servicios de regulación. Es probable que esto suceda porque lo contrario podría implicar que las sociedades agentes de bolsa –quienes tienen el control de la BVL– asuman un costo adicional en el que, probablemente, no están dispuestas a incurrir.

Adicionalmente, nótese que existe un mayor conflicto de intereses cuando los *brokers* o *delares* controlan la bolsa, dado que ellos no sólo favorecen la asignación de menores fondos o la no asignación de fondos para la regulación, sino porque además tienen un interés en limitar el ámbito de dicha regulación<sup>56</sup>.

En efecto, la renuencia de los propietarios de la BVL (las sociedades agentes de bolsa) para

<sup>48</sup> Véase : Resolución CONASEV 030-2003-EF/94.10. Artículo 4.

<sup>49</sup> Véase: [http://www.CONASEV.gob.pe/acercade/Acer\\_consultaCiudadana.asp](http://www.CONASEV.gob.pe/acercade/Acer_consultaCiudadana.asp).

<sup>50</sup> Resolución CONASEV 028-2004-EF/94.10. Artículo 1. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil\\_detalle.asp?p\\_cnorma=RC\\_0000200400028&p\\_codseccion=V](http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil_detalle.asp?p_cnorma=RC_0000200400028&p_codseccion=V).

<sup>51</sup> Resolución CONASEV 092-2004-EF/94.10. Artículo 1. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil\\_detalle.asp?p\\_cnorma=RC\\_0000200400028&p\\_codseccion=V](http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil_detalle.asp?p_cnorma=RC_0000200400028&p_codseccion=V).

<sup>52</sup> FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. p. 51.

<sup>53</sup> *Ibid.* p. 48. CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p.12. ELLIOTT, Jennifer. Nota 39, *supra*. p.16.

<sup>54</sup> "Una de las principales preocupaciones entre los reguladores es que el intento por maximizar utilidades y valor para los accionistas por parte de las bolsas de valores desmutualizadas sea a expensas de reducir la autorregulación y la supervisión" (traducción Libre). AGGARWAL, Reena. Nota 41, *supra*. p. 12.

<sup>55</sup> BVL. Nota 11, *supra*. p. 3. Para mayores detalles sobre tarifas, véase: <http://www.BVL.com.pe/english/index.html>.

<sup>56</sup> CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*.

destinar recursos a la regulación no es sólo debido a la potencial reducción de las utilidades a recibir como accionistas, sino también a la potencial reducción de sus utilidades como sociedades agentes de bolsa, dado que la regulación podría incrementar sus costos así como también podría recortar los beneficios provenientes de una regulación flexible.

En suma, esta situación, junto con la posición de monopolio que la BVL ostenta, intensifica los conflictos de intereses dado que la BVL no tiene intención alguna o interés en proponer adecuados niveles de regulación a efectos de lograr ser una entidad más competitiva.

El segundo conflicto de intereses es el incentivo para sobre-regular. En este caso, dado que las bolsas pueden imponer multas que, en muchos casos, incrementan su propio patrimonio, existe una tendencia natural o incentivo a sobre-regular e incrementar tanto el número como el monto de las multas<sup>57</sup>.

Con relación a los incentivos para la sobre-regularización, ese potencial conflicto de intereses no es uno real en razón de que, de acuerdo con el marco legal peruano, las multas impuestas no incrementan el patrimonio de la BVL. Las multas tienen como destino el Fondo de Garantía<sup>58</sup>, el cual no forma parte del patrimonio de la BVL.

Finalmente, es justo mencionar que la BVL ha mostrado cierta actividad a efectos de proponer o, en su caso, emitir normas complementarias sobre la negociación en bolsa. Sin embargo, es probable que dichas normas tiendan a favorecer a las sociedades agentes de bolsa en lugar de proteger los intereses de sus clientes o inversionistas en general, debido a que es posible identificar conflictos de intereses derivados, principalmente, del hecho de que las aquéllas controlan la bolsa.

### 1.3. Competidores

La literatura ha señalado como principal conflicto de intereses la emisión de reglas en contra de

otras entidades competidoras<sup>59</sup> –entiéndase mecanismos alternativos de negociación– o la sobre-regularización de los miembros que operan en mercados que compiten con el propio mercado de la entidad autorregulada por el flujo de ordenes de compra y venta de valores mobiliarios<sup>60</sup>.

Sobre el particular, dado que la BVL difícilmente enfrenta competencia doméstica o extranjera, esta clase de conflictos de intereses no ocurre en el mercado de capitales peruano.

## 2. Facultad de administración de las normas y de supervisión

### 2.1. Emisores

El conflicto de intereses identificado por la literatura especializada consiste en reducir la supervisión sobre la revelación de información por parte de las compañías listadas así como evitar deslistar los valores mobiliarios, dado que el objetivo de las bolsas es atraer y mantener listadas el mayor número de compañías<sup>61</sup>. Además, la bolsa podría evitar algunas acciones de supervisión como la suspensión de la negociación de un valor en razón de que esta medida podría implicar la pérdida de ingresos<sup>62</sup>.

Respecto a la supervisión de revelación de información por parte de los emisores, es justo mencionar que la BVL, específicamente el área de Emisores e Información Bursátil, viene realizando una buena labor. La BVL constantemente supervisa las obligaciones de remisión de información por parte de los emisores, reportando eficientemente a CONASEV el no-cumplimiento de la ley por parte de los éstos.

En este aspecto, parece no existir conflicto de intereses alguno. Esto puede ser explicado porque de acuerdo con las normas vigentes<sup>63</sup>, la única obligación de la BVL es reportar a CONASEV el incumplimiento de las normas sobre revelación de información por parte de los emisores, sin embargo, no tiene la facultad de sancionarlos. Adicionalmente, es importante indicar que los

<sup>57</sup> FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. p. 50. HAYAT, Usman. Nota 34. p. 2.

<sup>58</sup> Véase: LMV, artículos 162 y 163. El Fondo de Garantía está constituido por las contribuciones efectuadas por las sociedades agentes de bolsa y por las multas que la bolsa imponga. Su finalidad es garantizar, hasta el límite de dicho fondo, todas las obligaciones de las sociedades agentes frente a sus comitentes en relación con operaciones y actividades dentro y fuera de la rueda de bolsa, cuando estas han sido inadecuadamente realizadas. Las sociedades agentes de bolsa deben reintegrar al Fondo las cantidades repuestas a los comitentes más los intereses y penalidades correspondientes. El Fondo de Garantía no forma parte del patrimonio de la bolsa.

<sup>59</sup> CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*.

<sup>60</sup> Securities Exchange Commission. Nota 24, *supra*. p.11.

<sup>61</sup> *Ibid.* p. 8. CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p.109.

<sup>62</sup> HAYAT, Usman. Nota 34, *supra*. p. 2.

<sup>63</sup> Véase: Resolución CONASEV 86-1998-EF/94.10. Artículos 3 y 7.

reportes que la BVL remite a CONASEV no son de carácter público, en consecuencia, no existe forma de que los emisores puedan percibir que la BVL está actuando en contra de ellos.

Sin embargo, existe al menos un aspecto donde algún conflicto de intereses existe. Esto sucede cuando la BVL tiene que verificar los requisitos legales a efectos de listar valores mobiliarios en la rueda de bolsa a solicitud de nuevos emisores.

De acuerdo con las normas vigentes<sup>64</sup>, dichos requisitos están básicamente relacionados a la revelación de información sobre el emisor y los valores, teniendo CONASEV la decisión final<sup>65</sup> sobre el listado y la inscripción de los valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores. En consecuencia, CONASEV tiene que revisar el expediente y la decisión de la BVL sobre listado de un nuevo valor mobiliario.

En este contexto, es fácilmente observable<sup>66</sup> que la BVL no ha cumplido con su obligación de manera satisfactoria. En otras palabras, la bolsa no ha hecho y no está haciendo una adecuada verificación del cumplimiento de los requisitos legales para el listado de nuevos valores mobiliarios. En efecto, la mayoría de veces, CONASEV detecta la falta de información o el no-cumplimiento de los otros requisitos para el listado al momento de revisar los expedientes que la BVL supuestamente ha previamente verificado. En consecuencia, es posible inferir que el objetivo de la BVL es tener un mayor número de compañías listadas, independientemente de si éstas cumplen o no los requisitos legales para el listado.

Con relación al deslistado de valores mobiliarios, dado que la BVL no tiene competencia para decidir sobre el deslistado de un valor como consecuencia de la imposición de alguna sanción a los emisores, no surge un conflicto de intereses de manera relevante e inmediata, a no ser por la baja posibilidad de no reportar oportunamente el cumplimiento de las normas de revelación de información por parte de los emisores.

Respecto de la facultad para suspender la negociación de un valor, aun cuando no existe una base de datos consolidada sobre las suspensiones efectuadas en los últimos años, es posible afirmar que esta facultad ha sido escasamente utilizada por el Director de Rueda de Bolsa. La pregunta que surge es si esta situación se ha dado porque no ha existido la necesidad de hacerlo o porque la BVL no está supervisando adecuadamente el mercado. En este caso, la bolsa es consciente de que suspender la negociación del valor podría implicar una potencial pérdida de una fuente de ingresos: los provenientes de la negociación del valor.

Sin embargo, de un lado, es difícil afirmar lo último de manera categórica. De otro lado, es ingenuo pensar que el mercado de valores peruano ha estado funcionando perfectamente y que, en consecuencia, no ha existido la necesidad de suspender la negociación de ningún valor durante todo este tiempo. En consecuencia, dejaré en este aspecto que el lector saque sus propias conclusiones.

Finalmente, respecto al listado de las acciones de la bolsa en su propio mercado, la literatura señala que el potencial conflicto de intereses consiste en que las bolsas no son lo suficientemente imparciales a efectos de aplicar el marco normativo (requisitos de listado, tarifas de listado, decisión acerca del deslistado, normas sobre la negociación, suspensión de la negociación valor y levantamiento de dicha medida) a sí mismas y en la misma forma que lo harían respecto de otros emisores<sup>67</sup>.

En nuestro caso, no existen mayores problemas con relación a los requisitos de listado y decisión sobre el deslistado de las acciones de la BVL, en razón de que los requisitos para el listado de cualquier valor mobiliario son establecidos mediante reglas generales que se aplican a todos en la misma forma, y porque la BVL, como previamente se mencionó, no establece requisitos de listado por sí misma ni tiene la facultad de sancionar a los emisores. En otras palabras, lo último implica que la decisión sobre el deslistado

<sup>64</sup> Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores de la Rueda de la Bolsa de Valores de Lima aprobado por Resolución CONASEV 125-1998-EF/94.10. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil\\_detalle.asp?p\\_cnorma=RC\\_0000200300030&p\\_codseccion=V](http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil_detalle.asp?p_cnorma=RC_0000200300030&p_codseccion=V).

<sup>65</sup> Véase: Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores aprobado por Resolución CONASEV 079-1997-EF/94.10. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil\\_detalle.asp?p\\_cnorma=RC\\_0000200300030&p\\_codseccion=V](http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil_detalle.asp?p_cnorma=RC_0000200300030&p_codseccion=V).

<sup>66</sup> En la mayoría de los expedientes de listado de valores mobiliarios, los cuales son de acceso al público, es posible observar que CONASEV, por lo general, ha formulado observaciones al expediente. De otro lado, es importante mencionar que la BVL solía indicar en su Boletín Diario que el expediente de listado había sido objeto de observaciones por CONASEV, razón por la cual el listado de valores se encontraba pendiente de verificarse. Actualmente, en el Boletín Diario de la BVL, en la sección de listados, sólo aparece que el estado del expediente está pendiente, pero no se especifica la razón de ello. Véase: <http://www.BVL.com.pe/>.

<sup>67</sup> FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. p. 57. CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 16.

de las acciones de la BVL como consecuencia de una sanción es responsabilidad de CONASEV.

El único potencial conflicto de intereses podría estar en la aplicación de las normas sobre la negociación, puesto que existiría un evidente conflicto de intereses en supervisarse a sí misma como emisor. Sin embargo, actualmente este conflicto de intereses no es relevante porque las acciones de la BVL no se negocian de manera frecuente.

## 2.2. Sociedades agentes de bolsa

En este aspecto, la doctrina ha identificado como principales conflictos de intereses los siguientes: (i) reducir los costos de supervisión del mercado dado que no se generan beneficios directos<sup>68</sup>; y, (ii) establecer un bajo control de riesgos para la administración del riesgo de incumplimiento de la contraparte con el fin de incrementar el volumen de negociación<sup>69</sup>. Adicionalmente, en ambos casos, la literatura especializada ha afirmado que esta clase de conflictos de intereses podría incrementarse cuando el emisor o los agentes de intermediación son al mismo tiempo los accionistas de control de las bolsas. Por ejemplo, podrían conseguir un trato especial que podría reflejarse en la extensión de la fecha límite para el cumplimiento de obligaciones o gozar del beneficio de una favorable supervisión<sup>70</sup>.

Igualmente, la literatura ha señalado que en el caso de monopolio u oligopolio, la bolsa de valores podría abusar de su poder, cobrando en exceso a los *brokers* y *dealers* o emisores<sup>71</sup>, u ofreciendo productos y servicios de baja calidad<sup>72</sup>.

Respecto de estos conflictos de intereses, es posible percibir, por ejemplo, al menos dos señales de peligro en la actuación de la BVL que ponen en evidencia que los conflictos de intereses relacionados a la administración de reglas y supervisión podrían ser graves.

La primera de ellas está relacionada al control en la administración del riesgo de incumplimiento de la contraparte. De manera específica, nos referimos al rol de la BVL como supervisor y adminis-

trador de las garantías que las sociedades agentes de bolsa deben constituir a favor de CONASEV con el fin de garantizar el cumplimiento de las obligaciones que se deriven de su participación en el mercado de valores.

De acuerdo con la LMV<sup>73</sup>, aquellas garantías tienen carácter intangible y no pueden ser objeto de medida judicial o gravamen. Una de las modalidades de constitución de estas garantías es la prenda sobre determinados valores mobiliarios (valores que cumplen con determinados criterios establecidos por la BVL y CONASEV). En este sentido, las sociedades agentes de bolsa pueden, por ejemplo, constituir una prenda sobre sus acciones emitidas por la propia BVL, las cuales eran valorizadas al 50% de su valor<sup>74</sup>.

En este contexto, y al poco tiempo después de su desmutualización, la BVL fue designada como supervisor y administrador de esa modalidad de constitución de garantías<sup>75</sup>. Asimismo, la mayoría de las sociedades agentes de bolsa (veintiún de ellas) decidieron preñar sus acciones clase A de la BVL con la finalidad de cumplir con lo dispuesto por la ley.

Sin embargo, al poco tiempo, CONASEV tomó conocimiento de que las acciones emitidas por la BVL y prendadas a favor de CONASEV por un grupo de sociedades agentes de bolsa tenían además una afectación sobre los dividendos a favor de la BVL. Esta última afectación a favor de la BVL se realizó con la finalidad de garantizar un préstamo, el cual había sido otorgado por la BVL a este grupo de sociedades agentes de bolsa<sup>76</sup>.

De lo expuesto, se evidenció que existía un serio conflicto de intereses. De un lado, la BVL tenía la calidad de acreedor, siendo su principal interés asegurarse el pago del préstamo efectuado. De otro lado, la BVL era administrador de las referidas garantías y como tal tenía que vigilar que dichas garantías sean constituidas de acuerdo con lo dispuesto por la ley a efectos de garantizar un adecuado funcionamiento del mercado de valores. Es decir, la BVL tenía que verificar y velar para que

<sup>68</sup> HAYAT, Usman. Nota 24, *supra*. p. 2.

<sup>69</sup> *Ibidem*.

<sup>70</sup> FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. p. 53.

<sup>71</sup> *Ibid.* p. 62. HAYAT, Usman. Nota 24, *supra*.

<sup>72</sup> IOSCO. Nota 7, *supra*. p. 13.

<sup>73</sup> LMV. Artículo 136.

<sup>74</sup> Es importante mencionar que mediante Resolución CONASEV 075-2004-EF/94.10 y Resolución CONASEV 091-2004-EF/94.10 se modificó –incrementándose– el porcentaje de castigo sobre las acciones clase A de la BVL para efectos de su valorización.

<sup>75</sup> Véase: Resolución CONASEV 030-2003-EF/94.10. Artículo 11.

<sup>76</sup> Para mayores detalles, véase: Resolución CONASEV 092-2004-EF/94.10.

dichas acciones otorgadas en garantía no tengan ningún gravamen adicional.

Sin embargo, en este contexto, la BVL decidió cautelar sus propios intereses a expensas del interés del público inversionista al permitir que los dividendos de las referidas acciones sean prendados a su favor, aun cuando esto podía ser válidamente calificado como un acto ilegal. En efecto, tal acto podía implicar un incumplimiento con lo dispuesto por la LMV, la cual establece indubitablemente que las garantías otorgadas por las sociedades agentes de bolsa a favor de CONASEV, a efectos de garantizar el cumplimiento de sus obligaciones derivadas de su participación en el mercado valores, son intangibles y no pueden ser objeto de medida judicial o gravamen.

Frente a esta situación, CONASEV ordenó a la BVL levantar la prenda a su favor. La BVL, aun cuando expresó no estar de acuerdo con la posición legal de CONASEV, accedió a cumplir con el requerimiento efectuado. Asimismo, CONASEV decidió sustituir<sup>77</sup> a la BVL, tomando su lugar como regulador, supervisor y administrador de dichas garantías.

La segunda señal de advertencia está relacionada con la obligación de la BVL de supervisar el mercado de valores. En este caso, de la lectura de las resoluciones de la BVL y de CONASEV mediante las cuales se han impuesto sanciones a las sociedades agentes de bolsa, es posible inferir que la actuación de la BVL<sup>78</sup> respecto a la supervisión del mercado no ha sido eficiente. En efecto, si se revisan dichas resoluciones, es posible notar que la mayoría de sanciones impuestas a las sociedades agentes de bolsa son el resultado de investigaciones efectuadas ante reclamos de los inversionistas o de investigaciones que CONASEV ha realizado de oficio, pero no necesariamente de los esfuerzos de supervisión por parte de la BVL.

Por otro lado, es importante mencionar que las principales y más graves conductas infractoras a las normas del mercado de valores tales como los

casos de información privilegiada, manipulación de precios, y en general, casos de fraude al mercado han sido detectados en la mayoría de veces por los inversionistas o CONASEV, pero muy raramente por la BVL.

Finalmente, es posible afirmar que no existe posibilidad de que la BVL pueda abusar de su posición de monopolio a efectos de cobrar en exceso a los agentes de intermediación o emisores ya que, de acuerdo con la LMV, CONASEV tiene la obligación de aprobar las tarifas que la BVL<sup>79</sup> cobra por los servicios que presta.

### 2.3. Competidores

Con respecto a los conflictos de intereses que surgen respecto de los competidores, las bolsas de valores podrían denegar el listado de un competidor, suspender la negociación de sus valores o decidir injustamente deslistarlos, cobrar tarifas excesivas, o supervisar parcialmente a un *broker* o *dealer* que brinda servicios de negociación que compiten con los brindados por ellas<sup>80</sup>. Asimismo, las bolsas de valores podrían decidir favorecer a un emisor con el que tienen relaciones de negocios<sup>81</sup>.

En el mercado de valores peruano, esta clase de conflictos de intereses no surge dado que los "competidores" de la BVL, tales como el DATATEC, no están sujetos a la regulación o supervisión de la BVL. En efecto, la LMV<sup>82</sup> no requiere que estos sistemas alternativos de negociación listen sus acciones en la BVL o se sometan a su ámbito de supervisión.

No obstante, es importante indicar que sólo en la medida en que estos sistemas alternativos de negociación califiquen como mecanismos centralizados de negociación de acuerdo a la definición establecida en la LMV y alcancen un significativo nivel de desarrollo, surgiría la obligación de solicitar su autorización de funcionamiento a la CONASEV y quedarían sujetos a su ámbito de supervisión, pero en ningún caso estarían bajo la supervisión de la BVL.

<sup>77</sup> Véase: Resolución CONASEV 092-2004-EF/94.10. Artículos 1 y 2.

<sup>78</sup> Para mayor detalle sobre las sanciones impuestas a las sociedades agentes de bolsa por la BVL y CONASEV, véase: <http://www.BVL.com.pe/> y <http://www.CONASEV.gob.pe/normas/Resoluciones.asp?txtAnio=&txtSubtipo=01>

<sup>79</sup> Véase: LMV, Artículo 145.

<sup>80</sup> FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. pp. 54-62.

<sup>81</sup> CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p.14.

<sup>82</sup> Véase: LMV. Artículo 110 y siguientes.



### 3. Facultad sancionadora

#### 3.1. Emisores

Las bolsas de valores podrían ser renuentes a imponer sanciones por el no-cumplimiento de los estándares de listado o las normas sobre gobierno corporativo dado que esto podría reducir sus ganancias derivadas del listado de valores mobiliarios.

En el caso del mercado de valores peruano, los conflictos de intereses de este tipo no se verifican, dado que –como antes se mencionó– la BVL no tiene facultad sancionadora respecto de los emisores y porque la aplicación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo no es obligatoria para las sociedades peruanas.

#### 3.2. Sociedades agentes de bolsa

Con relación a los conflictos de intereses respecto de las sociedades agentes de bolsa y emisores, las bolsas de valores podrían ser renuentes a tomar acciones contra ellas, dado que ambos podrían constituir su principal fuente de ingresos. En efecto, en el caso de los *brokers* o *dealers* las bolsas de valores no quieren perder ingresos como consecuencia de un menor volumen negociado, y respecto de los emisores no quieren perder los significativos ingresos provenientes del listado de valores<sup>83</sup>.

En el mercado de valores peruano sólo resulta relevante analizar dichos conflictos de intereses respecto de las sociedades agentes de bolsa, más no respecto de los emisores, en la medida que la BVL no cuenta con facultades de sanción respecto de ellos.

Respecto de las sociedades agentes de bolsa, los mencionados conflictos de intereses son agravados por el hecho de que dichas sociedades agentes de bolsa permanecen como los accionistas mayoritarios y de control de la BVL. En otras palabras, actualmente no existe un cambio en la propiedad o reforma en la estructura de gobierno de la bolsa a efectos de reducir la influencia de las sociedades agentes de bolsa en la bolsa.

En efecto, las sociedades agentes de bolsa como accionistas de la BVL eligen a los miembros del

Directorio de la BVL y este, a su vez, nombra<sup>84</sup> a los miembros de los órganos sancionadores de la BVL como la Cámara Disciplinaria, Cámara Arbitral y la Cámara de Controversias. En consecuencia, la facultad de sanción de la BVL equivale casi a requerir que las sociedades agentes de bolsa se impongan sanciones a ellas mismas.

En este escenario, es posible afirmar que es difícil que la BVL decida sancionar severamente a sus propios accionistas (sociedades agentes de bolsa). Dicha afirmación puede ser inferida de algunas de las acciones de la BVL, tales como:

- (i) Los comunes retrasos en resolver los reclamos de los comitentes en contra de las sociedades agentes de bolsa.
- (ii) La noimposición adecuada de sanciones contra las sociedades agentes de bolsa por serias infracciones a la LMV. Esto puede apreciarse de la comparación de las sanciones impuestas por CONASEV actuando como órgano de apelación *versus* las sanciones impuestas por la BVL actuando como órgano de primera instancia.
- (iii) La poca disposición de la BVL para ejecutar el Fondo de Garantía.

De acuerdo con la LMV<sup>85</sup>, el Fondo de Garantía se constituye por las contribuciones efectuadas por las sociedades agentes de bolsa y las multas que la bolsa imponga a estas. Su finalidad es garantizar hasta el límite de dicho fondo la reposición de los fondos o valores a los comitentes de las sociedades agentes de bolsa, cuando una transacción ha sido inadecuadamente realizada por aquéllas. Asimismo, las sociedades agentes de bolsa deben reintegrar al Fondo de Garantía las sumas pagadas por éste a los comitentes, más los intereses y las penalidades correspondientes.

En este aspecto, el conflicto de intereses es obvio. La BVL podría querer evitar ordenar la ejecución del Fondo de Garantía en la medida en que esto conlleva no sólo a requerir la reposición de los fondos utilizados, sino, además, requerir el pago de intereses y penalidades correspondientes a sus miembros.

Esta actitud renuente de la BVL a efectos de ordenar ejecutar el Fondo de Garantía, puede ser válida-

<sup>83</sup> FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. p. 49. Securities Exchange Commission. Nota 34, *supra*. p. 8.

<sup>84</sup> Véase: Resolución CONASEV 87-1998-EF/94.10. Artículos 14, 22 y 41.

<sup>85</sup> Véase: LMV. Artículos 162 y 163. El Fondo de Garantía no forma parte del patrimonio de la BVL.



mente inferida, por ejemplo, de las interpretaciones sobre las disposiciones del Reglamento del Fondo de Garantía<sup>86</sup> sostenidas por la BVL, las cuales tenían como objetivo evitar su ejecución o afectarlo en lo mínimo indispensable.

En efecto, por algún tiempo la BVL sostuvo que el Fondo de Garantía no podía ser ejecutado hasta el límite del 30% del patrimonio disponible por sociedad agente de bolsa, sino por un límite menor –3,000 dólares por comitente y 20% del patrimonio disponible del Fondo por sociedad agente de bolsa– a efectos de satisfacer los reclamos en contra de las sociedades agentes de bolsa, si estos reclamos eran resueltos después de que se haya revocado o cancelado la autorización de funcionamiento de dichas sociedades agentes de bolsa, o estas sean declaradas insolventes, o hubiesen adoptado un acuerdo de disolución y liquidación; aun cuando dichos reclamos se hubiesen interpuesto antes que se verificara cualquiera de las situaciones previamente descritas.

Como respuesta a dicha situación, CONASEV, facultada a interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones de la LMV y de sus correspondientes normas reglamentarias<sup>87</sup>, interpretó lo opuesto<sup>88</sup>. Sin embargo, la BVL interpuso una demanda a efectos de que el Poder Judicial declare inaplicable la interpretación efectuada por CONASEV. Finalmente, la Corte Suprema resolvió<sup>89</sup> de manera unánime a favor de CONASEV<sup>90</sup>.

Una situación similar se presentó cuando la BVL sostuvo que sólo era posible ejecutar el Fondo de Garantía cuando exista una resolución administrativa que no sea cuestionada en sede judicial.

En este caso, CONASEV decidió modificar<sup>91</sup> el Reglamento del Fondo de Garantía con el objeto de establecer de modo indubitable la interpretación que era más coherente con el espíritu de la norma. Mediante dicha modificación se estableció expresamente que para ejecutar el Fondo de

Garantía es suficiente una decisión que hubiere agotado la vía administrativa de la Cámara de Controversias de la BVL o de CONASEV actuando como segunda instancia administrativa, independientemente de si ésta es o no objeto de cuestionamiento ante el Poder Judicial.

Por último, a efectos de tener una mejor percepción de la predisposición o no de la BVL para ejecutar el Fondo de Garantía, sería interesante conocer los estados financieros del Fondo de Garantía, los cuales –a la fecha– no están a disposición del público. Sin duda, hubiese sido muy ilustrativo determinar cuántas veces el Fondo de Garantía ha sido ejecutado y cuáles han sido las cantidades involucradas con el fin de comparar dicha información con el número de reclamos interpuestos por los comitentes y los montos de los correspondientes reclamos.

Finalmente, es importante notar que estos particulares conflictos de intereses son agravados por la posición de monopolio de la BVL y por el rol crucial que desempeña en la economía del país. En este sentido, es natural que la BVL pueda tender a considerar esta situación como su mejor escudo protector.

En efecto, aun cuando CONASEV continuamente supervisa y controla la actuación de la BVL y tiene la facultad –en situaciones extremas de infracciones a las normas del mercado de valores– de suspender o revocar la autorización de funcionamiento de la BVL, es poco probable que CONASEV decida adoptar una sanción cuya severidad pueda poner en peligro la viabilidad de la bolsa. Sin duda, la gran limitación para la imposición de sanciones severas a la bolsa es la posición monopólica que ostenta y el rol crucial que la bolsa desempeña en la economía del país<sup>92</sup>. De manera específica, la preocupación reside en las consecuencias políticas y económicas que podrían derivarse si la viabilidad de la única bolsa es puesta en peligro o, en el peor escenario, si la autorización de la bolsa es revocada.

<sup>86</sup> Véase: Reglamento del Fondo de Garantía de la Bolsa de Valores de Lima aprobado por Resolución CONASEV 060-1998-EF/94.10. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil\\_detalle.asp?p\\_cnorma=RC\\_0000200300030&p\\_codseccion=V](http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil_detalle.asp?p_cnorma=RC_0000200300030&p_codseccion=V).

<sup>87</sup> Véase: LMV. Artículo 7.

<sup>88</sup> Véase: Resolución CONASEV 004-2001-EF/94.10. Disponible en: [http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil\\_detalle.asp?p\\_cnorma=RC\\_0000200300030&p\\_codseccion=V](http://www.CONASEV.gob.pe/sil/Sil_detalle.asp?p_cnorma=RC_0000200300030&p_codseccion=V).

<sup>89</sup> Véase: Resolución de la Corte Suprema. BVL *versus* CONASEV. Casación 289-2005. Noviembre de 2005.

<sup>90</sup> Actualmente, CONASEV, con la finalidad de eliminar el referido problema y hacer más expeditiva y equitativa la ejecución del Fondo de Garantía, ha propuesto una modificación integral al Reglamento. El proyecto de Reglamento del Fondo de Garantía está a disposición del público para comentarios en la página web de CONASEV. Véase: [http://www.CONASEV.gob.pe/acercade/ConsultaCiudadana/ProyModif\\_Reglamento\\_del\\_Fondo\\_de\\_Garantia.pdf](http://www.CONASEV.gob.pe/acercade/ConsultaCiudadana/ProyModif_Reglamento_del_Fondo_de_Garantia.pdf).

<sup>91</sup> Véase: Resolución CONASEV 111-2004-EF/94.10.

<sup>92</sup> Sobre el rol crucial de las bolsas de valores, véase: FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. pp. 8-11.

### 3.3. Competidores

Las bolsas de valores podrían imponer injustificadas sanciones a los competidores<sup>93</sup>.

En el mercado de valores peruano, esta clase de conflictos de intereses no se presenta, dado que no existen competidores de la BVL bajo su ámbito de supervisión.

### 3.4. Balance

En primer lugar y en resumen, es posible afirmar que existen significativos conflictos de intereses que básicamente están relacionados con:

- (i) La falta de disposición de la BVL para regular sobre los emisores y las sociedades agentes de bolsa. En el último caso, el conflicto de intereses se intensifica por el hecho que las sociedades agentes de bolsa controlan la BVL y, en consecuencia, ellas no sólo evitan asignar recursos para la regulación, sino que, además, tratan de limitar el ámbito de la regulación sobre las sociedades agentes de bolsa así como sobre el mercado de valores.
- (ii) La actuación no eficiente de la BVL respecto a la supervisión del mercado y de las sociedades agentes de bolsa, así como respecto a la aplicación de sanciones a las sociedades agentes de bolsa.

En segundo lugar, si tenemos en cuenta que (i) el ámbito de autorregulación concedido a la BVL es amplio, (ii) que las medidas dispuestas por ley o, de ser el caso, adoptadas para reducir o atenuar los conflictos de intereses son mínimas, (iii) que la desmutualización de la BVL no ha implicado un cambio real en su estructura de gobierno, (iv) que la intensidad de la presión competitiva que enfrenta la BVL es casi nula, y (v) que la cultura y trayectoria normativa de la BVL no son algo para sentirse orgulloso<sup>94</sup>, es posible afirmar que el grado o nivel de intensidad de los conflictos de intereses antes descritos es lo suficientemente significativo como para que la situación sea considerada como una preocupación que requiere de una pronta solución.

## IV. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN AL RÉGIMEN NORMATIVO VIGENTE

El escenario descrito nos conduce a reconsiderar la viabilidad del sistema de autorregulación en el mercado de valores peruano. En efecto, si los recursos gubernamentales fuesen ilimitados, algunos podrían sostener como solución práctica la abolición del sistema de autorregulación y la concentración de todas las facultades y atribuciones en el ente supervisor<sup>95</sup>: CONASEV.

Sin embargo, siendo ese un escenario poco realista y, principalmente, porque somos de la opinión que el Estado sólo debe intervenir cuando el mercado funcione de manera peligrosamente ineficiente, a continuación se propone una aproximación alternativa de regulación.

Para tales efectos, trataremos de preservar en la medida de lo posible, los beneficios del sistema de autorregulación tales como: (i) el mejor entendimiento, conocimiento y experiencia que sobre el mercado poseen las bolsas de valores; (ii) la mejor habilidad de las bolsas de valores para identificar conductas ilegales o fraudulentas en el mercado; (iii) la mayor flexibilidad de las bolsas de valores a efectos de adaptar sus reglas ante un ambiente cambiante; (iv) el mayor grado de aceptación por parte de la industria de las normas que emiten las bolsas; y, (v) la estructura de autofinanciamiento de las bolsas<sup>96</sup>.

### 1. La propuesta

Con un mejor entendimiento de los conflictos de intereses existentes y tomando en cuenta la experiencia de otros países<sup>97</sup> para abordar dichos conflictos de intereses, así como también las diferentes propuestas formuladas por la SEC<sup>98</sup> y por la literatura especializada, se proponen algunas modificaciones al régimen vigente, a efectos de eliminar o, al menos, reducir los cruciales conflictos de intereses existentes en el sistema de autorregulación peruano.

<sup>93</sup> Ibid. p. 54.

<sup>94</sup> Los elementos a considerarse para determinar el grado de conflicto de intereses existente han sido tomados de CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 23.

<sup>95</sup> Esta es una de las soluciones propuestas que aparece en: Securities Exchange Commission. Nota 24, *supra*. p. 46.

<sup>96</sup> Véase: (i) FLECKNER, Andreas. Nota 34, *supra*. p. 39; (ii) CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 7; (iii) Securities Exchange Commission. Nota 34, *supra*. p. 21; y, (iv) SRO Consultive Committee of IOSCO. "Model for Effective Regulation". pp. 12-13.

<sup>97</sup> Sobre la experiencia de otros países en manejar conflictos de intereses, véase: (i) AKHTAR, Shamshad. "Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Cases Studies". En: [http://www.adb.org/Documents/Books/Demutualization\\_Stock\\_Exchanges/default.asp](http://www.adb.org/Documents/Books/Demutualization_Stock_Exchanges/default.asp); (ii) Technical Committee of IOSCO. "Discussion Paper on Stock Exchange". Diciembre de 2000; (iii) IOSCO. Nota 7, *supra*.

<sup>98</sup> Securities Exchange Commission. Nota 34, *supra*. p. 33.

En términos generales, la propuesta comprende (i) la transferencia –en la medida de lo posible– de algunas funciones de cargo, actualmente, de la BVL a CONASEV; (ii) la modificación de la estructura de gobierno de la BVL o, al menos, el mejoramiento de los controles internos con respecto a la regulación y supervisión del mercado, así como respecto de la aplicación de sanciones; y, (iii) otras medidas complementarias.

De manera específica, la propuesta comprende, al menos, las siguientes medidas:

- a. Transferencia de algunas funciones llevadas a cabo por la BVL a CONASEV

Eliminar la facultad normativa de la BVL respecto de los emisores y sociedades agentes de bolsa y su facultad de supervisar y aplicar sanciones a las sociedades agentes de bolsa. De este modo, dichas funciones pasarían a ser de competencia exclusiva y excluyente de CONASEV.

En el caso de los emisores, CONASEV podría estar a cargo exclusivamente de la regulación y de la aplicación de sanciones. Sin embargo, dado que la actuación de la BVL ha sido eficiente en supervisar a los emisores, dicha atribución debería permanecer su dominio.

Con relación a las sociedades agentes de bolsa, CONASEV podría concentrar las funciones de regulación, supervisión y aplicación de sanciones respecto de todos los aspectos de las sociedades agentes de bolsa distintos a los relacionados a sus actividades en el mercado (especialmente negociación). En otras palabras, la BVL se quedaría con las atribuciones de regular, supervisar y aplicar sanciones respecto de las actividades de negociación de valores mobiliarios que realizan las sociedades agentes de bolsa.

Sin embargo, las atribuciones antes descritas no deberían ser de competencia exclusiva y excluyente de la BVL, sino que por el contrario, CONASEV –como sucede actualmente– debe mantener también aquellas facultades a efectos de reforzar –de ser el caso– el ejercicio de dichas atribuciones por parte de la BVL o de asumir un rol más protagónico en el caso que la bolsa de valores no realice sus funciones de manera eficiente.

De manera comparativa, tenemos que “en la mayoría de países europeos, a las bolsas de valores se les confía la regulación y supervisión del mercado pero no están a cargo de la regulación de los *dealers* en sus aspectos financieros o de negocios”<sup>99</sup>.

Asimismo, la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) ha citado como ejemplos los casos del Reino Unido y del Hong Kong. “En el Reino Unido, la *Financial Service Authority* se ha hecho cargo de un gran número de funciones de regulación que eran de cargo de *London Stock Exchange* (LSE), incluyendo el rol de la bolsa como autoridad responsable del listado de valores mobiliarios. En Hong Kong, la bolsa no regula más a los *brokers*, y la regulación sobre las compañías listadas es compartida con el regulador”<sup>100</sup>. Otros ejemplos incluyen los casos de México y Francia<sup>101</sup>.

- b. Modificación de la estructura de gobierno de la bolsa, o al menos, el mejoramiento de los controles internos con respecto –principalmente– a la regulación y supervisión de mercado así como respecto a la aplicación de sanciones por infracciones a las normas de mercado (negociación).

- (i) Directorio:

Exigir que la mayoría de los miembros del Directorio de la BVL sean directores independientes con el fin de reducir la influencia de las sociedades agentes de bolsa en el gobierno de la bolsa. Adicionalmente, se debe establecer que el presidente del Directorio sea elegido de entre los directores independientes.

En términos generales, el concepto de “director independiente” debe implicar que el director no tenga relación o asociación alguna con la bolsa, su administración, principales accionistas o con un miembro.

Adicionalmente, es importante mencionar que mientras otros países han considerado conveniente exigir también la designación de directores que representen el interés público por parte del Gobierno, nosotros pensamos que dicha medida no debería adoptarse. En nuestro concepto, existe

<sup>99</sup> Traducción Libre. ELLIOTT, Jennifer. Nota 39, *supra*. p. 7.

<sup>100</sup> Traducción Libre. IOSCO. Nota 7, *supra*. p. 26.

<sup>101</sup> CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 22.

un alto riesgo de que se verifique una interferencia gubernamental de carácter negativo que exceda los beneficios de la medida, dado que la mayoría de los gobiernos son muchas veces propensos a interferir políticamente en las bolsas de valores.

Sin embargo, es esencial extraer de la experiencia de otros países la obligación de hacer prevalecer el interés público por parte de la bolsa, estableciendo, como Hong Kong, una regla que establezca indubitadamente que “todo director tiene el deber legal de actuar en beneficio del interés público, y en el caso de cualquier conflicto de intereses debe hacer prevalecer el interés público sobre el interés comercial de la bolsa”<sup>102</sup>.

Finalmente, se debe establecer un régimen de responsabilidad civil y administrativa para los directores en caso que antepongan el interés comercial de la bolsa sobre el interés público.

Asimismo, es importante indicar que los directores independientes no constituyen un comité especial. En consecuencia, cualquier asunto que requiera ser aprobado por la mayoría de los directores independientes, deberá ser discutido en sesión de Directorio.

#### (ii) Órganos relacionados a la supervisión y procesos disciplinarios

Al menos, se podrían adoptar dos medidas con el fin de reducir la influencia de las sociedades agentes de bolsa sobre las funciones de supervisión y aplicación de sanciones de la bolsa.

- Del mismo modo que la división de Emisores e Información Bursátil lo hace, la división de Intermediarios de la bolsa no sólo debería iniciar una acción disciplinaria contra las sociedades agentes de bolsa cuando corresponda, sino también reportar –de manera permanente y no sólo a requerimiento– a CONASEV las investigaciones que se encuentra realizando sobre infracciones a las normas del mercado de valores por parte de las sociedades agentes de bolsa. De este modo, el control sobre la supervisión de las sociedades agentes de bolsa se incrementa en la medida en que CONASEV tiene conocimiento de las acciones de control iniciadas o no por la bolsa, su progreso, su resultado o su archivo.

- El nombramiento de los miembros de los órganos disciplinarios y del Director de Rueda debe ser el resultado del voto mayoritario de los directores independientes.

(iii) Establecer responsabilidad administrativa y civil para los auditores que forman parte del departamento de auditoría interna de la bolsa si no cumplen satisfactoriamente con sus deberes relacionados a identificar y reportar cualquier situación que genere o pueda generar un conflicto de intereses. Sin embargo, la actuación de los auditores y su compensación debe ser evaluada y determinada respectivamente por la mayoría de los directores independientes

De manera particular, el Jefe de los Auditores debe reportar directamente al Directorio. Adicionalmente, se debe establecer el deber del Jefe de los Auditores de reportar a CONASEV el no-cumplimiento del programa de regulación propuesto por la propia bolsa así como cualquier situación de conflicto de intereses que surja, independientemente de las medidas que hubiese adoptado o no el Directorio de la bolsa a efectos de abordar dicha situación.

Finalmente, el nombramiento del Jefe de los Auditores debe requerir la aprobación o ratificación de la mayoría de los directores independientes.

Con relación a la regulación de mercado (normas que regulan la negociación):

(i) Mejorar la transparencia del proceso de regulación dando debida difusión a las propuestas o modificaciones normativas, así como sometiéndolas al proceso de comentarios por parte del mercado<sup>103</sup>. En otras palabras, se debe exigir que la BVL publique sus propuestas normativas para comentarios del público antes de someterlas a consideración de CONASEV. El objetivo es mejorar la calidad y solidez de dichas propuestas y alentar al mercado a actuar como un mecanismo de control.

(ii) Separar las funciones de regulación de las operaciones de negocios<sup>104</sup> con la finalidad de aislar el personal encargado de la normativa de las presiones comerciales. En este sentido, el área

<sup>102</sup> Ibid. p. 12.

<sup>103</sup> Ibid. p. 21.

<sup>104</sup> Ibid. p. 17.

de regulación de la bolsa debería reportar directamente al Presidente del Directorio<sup>105</sup> y su labor y compensación debería ser evaluada y establecida, respectivamente, por la mayoría de directores independientes y no por la Gerencia General de la BVL.

Adicionalmente, se debe establecer que el Presidente del Directorio deba reportar directamente a CONASEV situaciones en las cuales los conflictos de intereses no estén siendo adecuadamente manejados.

(iii) Exigir la aprobación de las propuestas normativas por la mayoría de los directores independientes del Directorio de la BVL.

(iv) Supervisar rigurosamente la función normativa de la BVL<sup>106</sup>. Esto implica no sólo verificar lo significativo del contenido de las normas, sino también comprende el requerir que la bolsa prepare y remita su programa normativo, así como supervisar el cumplimiento de dicho programa.

Con relación a la supervisión de mercado y a la aplicación de sanciones como consecuencia del incumplimiento de las normas que regulan la negociación:

(i) Mejorar la transparencia respecto de las decisiones de la BVL exigiendo la difusión de sus acciones y decisiones disciplinarias<sup>107</sup>. Nótese que, aunque actualmente existe una norma que demanda ello, falta disponer que la información deba ser publicada de manera resumida y consolidada a efectos de que se puedan fácilmente percibir los antecedentes de infracción por parte de las sociedades agentes de bolsa y hacer una evaluación comparativa de ellas por parte de los inversionistas.

(ii) Realizar un escrutinio más cuidadoso sobre las acciones disciplinarias de la BVL y sus decisiones de supervisión así como respecto a su iniciativa de negocios, con el fin de garantizar el cumplimiento de sus obligaciones con el interés público<sup>108</sup>. En tal sentido, la BVL debe estar sujeta de manera progresiva a la imposición de sanciones cada vez más severas si falla en monitorear y

supervisar la negociación. La imposición gradual de sanciones económicas cada vez mayores no sólo tiene como objetivo sancionar a la bolsa, sino principalmente obligarla a cumplir con sus deberes.

(iii) Modificar la estructura organizativa de CONASEV a efectos de que realice sus funciones de manera más eficiente.

De manera específica, se debe crear una división encargada sólo de acciones disciplinarias. En su defecto, se deben reasignar atribuciones entre las divisiones existentes, de modo tal que, por ejemplo, la supervisión de la bolsa de valores y de las sociedades agentes de bolsa sea competencia de una sola división. Como se mencionó anteriormente, en la actualidad dichas funciones son competencia de dos divisiones diferentes.

(iv) Mejorar y automatizar los mecanismos de monitoreo. Especialmente estableciendo un sistema de alarmas que advierta sobre potenciales abusos en la negociación o sobre esquemas de manipulación de precios.

(v) Establecer normas que permitan imponer como sanción adicional daños punitivos a las sociedades agentes de bolsa con el fin de disuadir, de manera eficaz, conductas infractoras de las normas de mercado de valores, en la medida en que pueden existir casos en que los beneficios del incumplimiento podrían ser mayores a la sanción –principalmente multas– a imponerse.

#### c. Medidas complementarias

(i) Establecer expresamente la obligación de la BVL de financiar sus actividades de regulación y obligarla a cumplir con su función normativa. Del mismo modo, prohibir cualquier subsidio cruzado a efectos de evitar que los ingresos por regulación sean destinados a financiar los servicios comerciales de la bolsa<sup>109</sup>.

(ii) Planificar inspecciones a la bolsa a efectos de verificar asuntos de gobierno corporativo que generen situaciones de conflictos de intereses.

<sup>105</sup> "La UK FSA ha fortalecido la responsabilidad del Directorio, demandando que las bolsas de valores otorguen a los ejecutivos a cargo de la regulación acceso directo al Presidente del Directorio y al Directorio, si surge alguna cuestión de regulación que dichos ejecutivos estiman que no está siendo debidamente abordada por la administración". Traducción Libre. CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 19.

<sup>106</sup> IOSCO. Nota 7, *supra*. p. 9.

<sup>107</sup> *Ibidem*.

<sup>108</sup> CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 20

<sup>109</sup> IOSCO. Nota 7, *supra*. p. 13.

(iii) Eliminar los límites sobre la propiedad directa o indirecta de las acciones de la bolsa y, en su lugar, exigir la aprobación del ente regulador y supervisor del mercado de valores para la adquisición de acciones que superen un porcentaje determinado del capital social de la bolsa, o concederle un derecho de veto con el objeto de abordar el potencial problema de que la bolsa pueda ser controlada por una o más personas o quede sujeta a la influencia de “inapropiados” accionistas<sup>110</sup>.

(iv) Incrementar la supervisión sobre la negociación de las acciones de la BVL en su propio mercado cuando estas se conviertan en acciones líquidas.

## 2. Los argumentos a favor y en contra de la propuesta

A continuación, se describen las principales ventajas y desventajas de la propuesta.

Argumentos a favor:

1. Elimina algunos conflictos de intereses, principalmente, aquellos relacionados a la falta de disposición por parte de la BVL a cumplir su función normativa respecto de los emisores y las sociedades agentes de bolsa.

En efecto, algunas preocupaciones asociadas al sistema de autorregulación, al menos, respecto a la regulación sobre emisores y sociedades agentes de bolsa son eliminadas: “(i) la natural falta de entusiasmo para regular por parte del grupo que será objeto de dicha regulación, (ii) la tentación de usar la fachada de la regulación elaborada por la industria como un escudo para evitar la dación de una más significativa regulación, y (...) (iii) la resistencia a cambios en el patrón de regulación debido a la existencia de intereses creados en su preservación”<sup>111</sup>.

Adicionalmente, como ha sido expresado por la *U.S. Securities Industry Association*, la regulación funcional –regulación sobre la negociación por parte de la bolsa– tiene probablemente como resultado una regulación más beneficiosa, dado

que ésta vincula obligaciones de supervisión a experiencia sobre las actividades que se desarrollan en el mercado y, en particular, deja detalles técnicos de la regulación sobre la negociación a una entidad mejor equipada para entender éstos<sup>112</sup>, es decir, a la bolsa.

Finalmente, nótese que los emisores, las sociedades agentes de bolsa y la bolsa no pierden la posibilidad de influenciar en la regulación debido a la existencia del proceso de comentarios a las propuestas normativas que suele realizarse.

2. Reduce los costos de la bolsa y promueve que la bolsa concentre sus esfuerzos y recursos en la regulación y supervisión del mercado, y en la aplicación de sanciones a las conductas infractoras de las normas sobre la negociación con el objeto de mejorar la calidad y eficiencia<sup>113</sup> en asuntos que están más cercanamente relacionados al éxito de su negocio.

En efecto, “(...) algunas bolsas de valores han concluido que funciones tales como la regulación sobre los *brokers-dealers* y las normas de listado (...) no están estrechamente relacionadas a sus productos y servicios”<sup>114</sup>.

3. Reduce la influencia de las sociedades agentes de bolsas en la estructura de gobierno de la bolsa, especialmente en la regulación y supervisión del mercado, así como en el proceso disciplinario por incumplimiento a las normas que rigen la negociación de valores mobiliarios.

4. Respecto a la regulación de mercado, el insumo más importante de la industria –su conocimiento y experiencia sobre operaciones complejas realizadas en el mercado– no se pierde.

5. Permite que los beneficios de la estructura de autofinanciamiento del sistema de autorregulación –para la realización de las funciones de regulación y supervisión del mercado, así como para el ejercicio de la facultad sancionadora por incumplimiento de las normas que regulan la negociación– alivie la carga económica sobre los recursos públicos.

<sup>110</sup> Ibid. p. 12.

<sup>111</sup> Las limitaciones inherentes a permitir que las bolsas de valores se regulen a sí mismas son enumeradas por la *Securities Industry Association* cuando esta aborda las ventajas de tener una única organización reguladora (Single Regulatory Organization: SEC only Model). *Securities Industry Association*. Nota 34, *supra*.

<sup>112</sup> Ibid. p. 12.

<sup>113</sup> CARSON, Jhon W. Nota 24, *supra*. p. 3.

<sup>114</sup> Traducción Libre. Ibid. p. 7.



6. Elimina los límites absolutos sobre la propiedad de las acciones de la bolsa, lo que permite, al menos, no eliminar del todo la potencial amenaza de una adquisición de la bolsa. Los potenciales adquirentes conocen que si el ente regulador y supervisor aprueba la adquisición de un significativo porcentaje de acciones, la adquisición es posible. En consecuencia, al menos, existe una potencial amenaza de adquisición en la eventualidad que la bolsa no se desempeñe de manera eficiente, lo cual favorece el interés del público inversionista.

7. Una división de CONASEV concentrada exclusivamente en acciones disciplinarias no sólo estimula a las sociedades agentes de bolsa a tener un mejor comportamiento, sino también a que la BVL desempeñe un mejor papel como entidad autorregulada, dado que, a su vez, el ejercicio de la facultad sancionadora por parte de la Comisión ha mejorado.

Respecto a CONASEV, esta medida elimina: (i) problemas de prioridad que surgen cuando existe la obligación de realizar varias funciones; (ii) la falta de suficiente tiempo para realizar adecuadas investigaciones; y, (iii) la falta de adecuada experiencia para conducir investigaciones y acciones disciplinarias.

En defecto de la adopción de esta medida, es importante mencionar que la fusión de la función de supervisión y de la función de sanción respecto de la bolsa y las sociedades agentes de bolsa en una única división elimina los problemas de coordinación entre ellas y permite un más rápido proceso de adopción de decisiones.

Argumentos en contra:

1. Incrementa los costos administrativos, dado que el ente regulador y supervisor del mercado de valores asume nuevas funciones. Esto implica una mayor estructura burocrática y más gasto público.

2. Existirá un menor grado de experiencia respecto a la regulación sobre los emisores y las sociedades agentes de bolsa, puesto que se perderá el insumo directo sobre la experiencia en estos asuntos de la industria.

3. Como lo ha indicado U.S. Securities Industry Association, podría ser difícil diferenciar de

manera indubitable la regulación y supervisión del mercado, así como las acciones disciplinarias por incumplimiento a las normas que regulan la negociación de la regulación, supervisión y aplicación de sanciones a las sociedades agentes de bolsa<sup>115</sup>.

4. Adicionalmente, tomará tiempo, un enorme esfuerzo, así como una significativa experiencia a efectos de que los jueces definan el significado y alcance práctico del concepto "interés público", con la finalidad de evaluar o determinar si es posible o no atribuir responsabilidad civil a los directores o auditores.

5. El proceso de regulación a cargo del ente regulador y supervisor tenderá a ser lento y rígido.

### 3. Fundamentos de la propuesta

El principal objetivo de la propuesta es eliminar o reducir los conflictos de intereses que existen en el sistema de autorregulación en el mercado de valores peruano o aquellos que surgieron o se han intensificado por el proceso de desmutualización en un contexto monopolístico.

Para tales efectos, la propuesta ha sido formulada tomando en cuenta dos principales limitaciones: (i) evitar eliminar en la medida de lo posible los beneficios derivados del sistema de autorregulación; y, (ii) los costos a incurrirse por la bolsa y el impacto de la propuesta en los recursos públicos.

En este sentido, la propuesta sólo implica la transferencia de funciones de la bolsa a CONASEV que representen los menores costos en términos de pérdida de los beneficios derivados de las sinergias propias del sistema de autorregulación. De este modo, las funciones de la bolsa relacionadas con la negociación, donde se verifican mayores beneficios producto de las sinergias existentes, permanecerían en el ámbito de la bolsa.

Adicionalmente, es importante evidenciar que la nueva reasignación de funciones entre la bolsa y CONASEV no representaría un cambio significativo, dado que el producto de dicha reasignación equivaldría al *status* actual considerando el limitado desempeño de la bolsa como entidad autorregulada. Sin embargo, dicha reasignación contribuirá a delimitar claramente la división de responsabilidades entre CONASEV y la BVL, lo cual



–a su vez– permite un mejor desempeño de sus correspondientes funciones, así como justifica y habilita a ambas instituciones a conseguir los fondos necesarios para el desarrollo de dichas funciones.

En relación con la modificación de la estructura de gobierno de la bolsa, la propuesta considera que no es recomendable o factible la creación de comités especiales en razón de que el tamaño del mercado no lo justifica y dado los limitados recursos humanos y económicos con los que cuenta la bolsa. En este sentido, la propuesta sólo implica introducir cambios indispensables a efectos de reducir la influencia de las sociedades agentes de bolsa en la regulación y supervisión de mercado efectuadas por la bolsa, así como en los correspondientes procesos disciplinarios.

En este escenario, la propuesta confía principalmente en los directores independientes como guardianes de que el interés público prevalezca sobre el interés comercial de la bolsa. Sin embargo, considerando que existe una alta probabilidad de que los directores independientes no tengan el conocimiento y experiencia suficiente sobre el negocio, funciones y obligaciones de la bolsa, la propuesta ha considerado conveniente exigir que los directores independientes adopten sus decisiones como producto de las discusiones en las sesiones del Directorio de la bolsa. Esto brinda la oportunidad a los otros directores de expresar sus opiniones, las cuales podrían contribuir a la adopción de decisiones más informadas por parte de los directores independientes.

Adicionalmente, la propuesta ha considerado necesario que el Jefe de los Auditores reporte a CONASEV cualquier potencial situación de conflicto de intereses. Nótese que esta medida equivale a un mecanismo esencial de control interno, por ejemplo, en el caso que el Presidente del Directorio no reporte un determinado conflicto de intereses.

Las ventajas de ese reporte radican en que el Jefe de los Auditores no tiene que hacer una evaluación previa de si el conflicto de intereses está siendo o no adecuadamente abordado por el Directorio de la bolsa. Su deber se limita sólo a comunicar la existencia del conflicto de intereses. Lo que, a su vez, contribuirá a la tarea fiscalizadora a realizarse por parte de CONASEV.

Respecto a la responsabilidad administrativa para los miembros del Directorio y para los auditores Internos de la bolsa, aquélla comprende no sólo

la aplicación de sanciones económicas tales como la imposición de multas, sino también la facultad de CONASEV de inhabilitar a cualquier director o auditor de participar –directa o indirectamente– en el mercado de valores por no cumplir con sus deberes de detectar, reportar, o abordar adecuadamente cualquier situación de conflicto de intereses.

En relación con la responsabilidad civil, ésta debe ser solidaria en el caso del Directorio, pero no en el caso de los auditores, dado que estos últimos no adoptan decisiones como órgano colegiado. Sin embargo, en ambos casos la acción –como derecho a la tutela jurisdiccional– debe ser pública y no privada. Es decir, su ejercicio debe estar reservado exclusiva y excluyentemente a entidades públicas. Esto, debido a la naturaleza ambigua del concepto sobre el que se basaría la potencial demanda. En efecto, “la defensa del interés público” podría conllevar a que los directores y auditores queden sujetos una excesiva exposición como consecuencia de la interposición de un gran número de demandas improprias.

Finalmente, respecto de las medidas adicionales relacionadas con la posición monopolística de la bolsa, es importante tener presente que no es recomendable (i) eliminar el requisito de capital mínimo establecido para operar una bolsa, en la medida en que ello coadyuva a garantizar la solidez financiera de la bolsa y su viabilidad, ni (ii) eliminar la exoneración tributaria a los intereses provenientes de los valores mobiliarios y a la ganancia de capital cuando la transacción se realiza en rueda de bolsa, debido a que tendría como resultado un tratamiento asimétrico respecto a las inversiones en banca que, actualmente, gozan del mismo beneficio tributario.

## V. CONCLUSIÓN

El proceso de desmutualización en el Perú implicó sólo un cambio en la forma legal de la BVL (de una organización sin fines lucro se convierte en una corporación) más no un cambio significativo en su estructura de gobierno.

Adicionalmente, las modificaciones al marco legal sólo tuvieron como objetivo hacer viable la nueva forma legal de organización adoptada por la bolsa antes que enfrentar los conflictos de intereses existentes o prevenir el surgimiento de nuevos o la agudización de los conflictos de intereses existentes como consecuencia del proceso de desmutualización. En efecto, la única medida adoptada para enfrentar los conflictos de intereses

fue establecer limitaciones sobre la propiedad de las acciones de la bolsa.

En consecuencia, no sólo nuevos conflictos de intereses surgieron, sino que los existentes se agudizaron. A diferencia de mercado de valores desarrollados, en el Perú los principales conflictos de intereses son producto de la combinación de (i) un sistema de autorregulación; (ii) el control que las sociedades agentes de bolsa ejercen sobre la bolsa; y, (iii) de la posición de monopolio de la bolsa, antes que de las peculiaridades del proceso de demutualización en sí mismo en un escenario de competencia.

De manera específica, los principales conflictos de intereses están relacionados con la función reguladora de la bolsa respecto de los emisores, sociedades agentes de bolsa y, en menor medida, respecto de la negociación; y a su desempeño poco eficiente en supervisar y adoptar acciones disciplinarias contra las sociedades agentes de bolsa.

En consecuencia, la propuesta normativa comprende (i) transferir –en la medida de lo posible– algunas funciones de la BVL a CONASEV,

específicamente funciones de regulación sobre emisores y sociedades agentes de bolsa, mas no así su función normativa respecto de la negociación de los valores mobiliarios; (ii) modificar la estructura de gobierno de la BVL, o al menos, mejorar los mecanismos de controles internos a efectos de reducir la influencia de las sociedades agentes de bolsa en la actuación de la bolsa como entidad autorregulada, principalmente, con relación a sus funciones de regulación y supervisión del mercado valores, así como respecto de su función sancionadora por incumplimiento a las normas que regulan la negociación; y, (iii) otras medidas complementarias.

Para tales efectos, la propuesta ha sido formulada tomando en consideración dos principales limitaciones: (i) evitar –en la medida de lo posible– la eliminación de los beneficios derivados de las sinergias del sistema de autorregulación; y, (ii) los costos a incurrirse por parte de la bolsa, así como el impacto económico de la propuesta en los fondos públicos. Sin embargo, la propuesta requiere modificaciones al régimen normativo vigente a efectuarse, tanto por CONASEV como por el Congreso de la República, a efectos de poder corregir la situación descrita como es apropiado.