

REGULANDO POR ESTÁNDARES: EL ESTÁNDAR DEL INVERSIONISTA RAZONABLE EN EL MERCADO DE VALORES

Narghis Torres Pérez*

La aplicación de criterios de razonabilidad es, hoy en día, uno de los principales mecanismos de análisis con el que cuentan los operadores del derecho. En el ámbito de la regulación, se utilizan también como supuestos para medir el comportamiento razonablemente exigido de un actor. Su contenido y alcance exactos, sin embargo, no constituyen aún un tema resuelto.

En las siguientes páginas, el autor reflexiona acerca de la regulación por estándares, normas y lineamientos, así como de los parámetros de razonabilidad en Derecho, para finalmente formular una propuesta de aplicación realista del estándar del inversionista razonable, tomando como base doctrina extranjera y recientes piezas jurisprudenciales.

* Abogado por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Master in Laws (LL.M.), University of Chicago. Profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos y de la Universidad de Administración de Negocios para Graduados (ESAN).

I. CONSIDERACIONES PREVIAS

Es muy probable que en más de una ocasión usted haya escuchado, leído o utilizado las expresiones “hombre razonable”, “diligencia razonable”, “duda razonable” o “valor razonable” a efectos de describir un hecho o evaluar una conducta. Por otro lado, muchas veces dichos términos se utilizan para decidir en uno u otro sentido controversias y consultas en derecho, finanzas o negocios. Asimismo, es también frecuente encontrarse con estos términos en documentos y contratos. Es más, tal ha sido la aceptación y utilidad de estas expresiones que el Derecho los ha venido incorporado como parte de sus normas y de lo que se denomina regulación por estándares en la teoría y práctica regulatoria.

Considerando lo anterior, el propósito del presente artículo es analizar la aplicación, utilidad e importancia de la regulación por estándares, particularmente del denominado estándar del inversionista razonable, en las operaciones y transacciones que se realizan en el mercado de valores.

Las reflexiones, argumentos e ideas del presente artículo se formularán con especial referencia a los casos en los que se analizaron y resolvieron los alcances del estándar del inversionista razonable en el mercado de valores peruano, a efectos de sustentar la conveniencia de utilizar la regulación por estándares en el mercado de valores y proponer ciertos lineamientos para su adecuada aplicación en el caso del estándar del inversionista razonable.

II. POLÍTICA REGULATORIA Y REGULACIÓN POR ESTÁNDARES

Entre las formas de regular, la Teoría o Política Regulatoria recoge de manera general dos: la taxativa y la regulación por estándares o principios. Mientras la taxativa regula o tipifica conductas o normas de comportamiento de manera expresa y detallada, la regulación por estándares o principios lo hace en base a enunciados generales en los que las circunstancias y el contexto de cada caso determina fundamentalmente el contenido y la forma como serán aplicados. De esta manera, la regulación por estándares o principios permite un margen de interpretación y aplicación mayor. Y ciertamente, requiere un mayor nivel de

conocimiento y experiencia tanto de las actividades que pretender normar como de su regulación específica. El estándar del inversionista razonable es un ejemplo de ello.

III. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR RAZONABLE? SU VINCULACIÓN CON EL CONCEPTO DE RELEVANTE O MATERIAL

Cuando hablamos de razonable estamos hablando de un criterio de valoración para orientar y apreciar una conducta. En ese sentido, lo razonable hace referencia al comportamiento de alguien respecto de o en relación con algo. Es decir, no en abstracto sino dentro de un contexto.

Ahora bien, en el caso del mercado de valores, para que una conducta sea razonable el hecho respecto del cual se evaluará la conducta deberá ser relevante de acuerdo al contexto y a las consecuencias que origine o pueda originar. Y, es aceptado en el caso del mercado de valores que un hecho será relevante si su ocurrencia influye o puede influir en una decisión de inversión (o de mantener dicha inversión o desinvertir, según sea el caso).

Lo expuesto es particularmente importante para entender y aplicar el concepto de inversionista razonable, debido a que la regulación, doctrina y jurisprudencia del Derecho del mercado de valores considera que, establecida la relevancia o materialidad del hecho, éste adquiere importancia jurídica en el sentido de exigir un determinado tipo de conducta o configurar un hecho que merece protección, y ante el cual un hombre razonable debe actuar de una determinada manera.

IV. El Estándar del Hombre Razonable

El estándar del hombre razonable es una construcción o ficción legal que se encuentra tanto en el sistema del Derecho anglosajón o *common law* como en el sistema de Derecho civil o continental. Es una expresión contemporánea de la denominada “regla dorada” existente en ambos sistemas de Derecho en el sentido de “no esperar demasiado ni poco de las personas respecto de su conducta”¹. Inicialmente, fue utilizado para determinar si una persona era responsable o no en función a si sus acciones u omisiones contribuyeron a que los perjuicios se produjeran. Así, empezó siendo utilizada en el Derecho civil –en los temas de responsabilidad y en su

equivalente de *torts* del Derecho anglosajón— como una forma de exigir a las personas ciertos tipos de conducta para proteger sus intereses y los de la sociedad. En tal sentido, buscaba incentivar un comportamiento responsable.

El hombre razonable es una persona hipotética que ejerce las cualidades de atención, conocimiento, inteligencia y juicio necesarias y que la sociedad demanda de sus miembros para la protección de sus propios intereses y de terceros. Así, se configura como un medio para evaluar con criterio objetivo algo que es doblemente subjetivo: la valoración humana de otra conducta humana.

Por otro lado, la aplicación del estándar del hombre razonable muchas veces ocurre sin mencionarlo expresamente como tal, sino calificando ciertas conductas, como por ejemplo si se es, se ha tenido o existe “diligencia razonable”, “cuidado razonable”, “duda razonable”, “compensación razonable”, “valor razonable”, “manera razonable”, “esfuerzo razonable”, etcétera². Sin embargo, es claro que estas frases hacen referencia a acciones realizadas por personas respecto de algo. Es decir, son el resultado —o lo que debería resultar— de una persona que se comporta de cierta manera ante una situación determinada. En este contexto, la palabra “razonable” permite dar “contenido” a otras palabras, frases o conductas. Por eso, se considera que permite “llenar” vacíos, o elaborar conceptos.

En razón de lo expuesto, el estándar del hombre razonable no tiene un contenido estático. Por ello, no es posible deducir conclusiones directamente de él. No tiene contenido propio. El contenido se lo da la relación, el contexto en la que dicho hombre actúa o se relaciona. Consecuentemente, no hay un solo “modelo” de hombre razonable. Éste se “crea” en cada caso, y estará determinado por las circunstancias y ciertos lineamientos que señalo más adelante.

Por tanto, el estándar “hombre razonable” es un modelo para evaluar una conducta teniendo en cuenta un contexto, circunstancias o actividad determinada, a efecto de que se genere un resultado satisfactorio, adecuado y coherente cuando se aplique una norma o se decida un caso.

Ahora bien, aceptado lo anterior, cabe preguntarse: ¿Satisfactorio respecto de qué? ¿Adecuado a qué? ¿Coherente con qué? Pues, en primer lugar, con lo que la sociedad ha considerado que es beneficioso, merecedor de protección o promoción, es decir, entre otros, con el sistema regulatorio e institucional que se ha establecido para lograrlo. En tal sentido, y tratándose del mercado de valores, el resultado de tal valoración será satisfactorio, adecuado y coherente si está conforme con los principios, normas e instituciones establecidos para dicho mercado.

Por ello, tanto el contenido como la forma de aplicación del referido estándar estará condicionado por el marco regulatorio existente aplicable a las partes y a la relación establecida entre ellos, y en la que se exige el cumplimiento de tal estándar. Estas normas van a determinar el nivel de rigurosidad o permisibilidad considerado como aceptable.

Lo anterior es importante porque va a permitir la adecuación de las normas a la realidad. En tal sentido, se trata de un mecanismo que permite incorporar cambios o características sociales a las normas, su actualización, su permanente contacto con la realidad. Es por ello que el contenido y los alcances del estándar del inversionista razonable han ido variando. Éste no ha sido estático en el transcurso del tiempo, y por ello se ha ido aplicando y conceptualizando a áreas específicas de la Economía y el Derecho, como es el caso de las inversiones y el mercado de valores, tal cual veremos a continuación.

V. INVERSIONISTA RAZONABLE

El estándar del inversionista razonable deriva del estándar del hombre razonable que se empezó a utilizar para evaluar las conductas de las personas a efectos de imputarles, reducirles o eliminar su responsabilidad al momento de aplicar una norma en un contexto o circunstancia determinada. Ello fue desarrollándose fundamentalmente en las actividades comerciales y financieras, lo que ha derivado que en el caso específico del mercado de valores existan en la actualidad dos variantes: el denominado estándar del inversionista razonable para el inversionista común individual —conocido también como *retail*— y otra aún más exigente aplicable a los que administran valores o

² Véase al respecto: Blacks Law Dictionary. West Publishing Co. Sixth Edition. 1990. p. 1265. Voz: “Reasonable”.

manejan activos, como son los inversionistas institucionales o sofisticados, que se dedican al negocio de administración de activos (*asset management*) o a inversiones.

Es decir, la regla tiene dos aplicaciones distintas, cada una con contenidos y exigencias distintas. Una aplicable a los comitentes, a los inversionistas, ya sean éstos personas naturales o jurídicas comunes, sin conocimiento y experiencia en el mercado de valores, y otro a los denominados inversionistas institucionales, sofisticados o administradores de activos o portafolios o con conocimiento y/o experiencia en inversiones. En el primer caso se le sigue denominando estándar del inversionista razonable, en tanto que en el segundo caso se le ha empezado a denominar de manera particular como estándar del inversionista prudente e incluso ha llegado a codificarse algunas de sus prácticas y exigencias, como ha ocurrido en el caso de la *Prudent Investor Act*.

El no aplicar esta distinción muchas veces origina que se confunda un tipo con otro y se le exija –injustificadamente– el estándar apropiado para un inversionista institucional o sofisticado a un inversionista común (*retail*). Así, esto no sólo es inadecuado para un caso en concreto, sino para todo el sistema regulatorio, porque incrementa los costos de transacción y la percepción de razonabilidad y transparencia del mercado, lo que sin duda en Derecho puede ser considerado como “injusto”.

Ahora bien, en la relación entre razonable y relevante o material, la regulación del mercado de valores ha desarrollado la interpretación que un inversionista razonable debe actuar o reaccionar ante un hecho considerado como relevante o material. Es decir, la relevancia de un hecho o una situación condiciona la valoración de si una conducta o respuesta es razonable. Entonces, algo será relevante o material si es sustancialmente probable la reacción de un inversionista razonable³.

Por ello, el significado de inversionista razonable se ha determinado estableciendo primero si la

conducta respecto de la cual se le exige una acción u abstención es un hecho material, relevante y determinante en su decisión de inversión⁴. En tal sentido, el desarrollo doctrinario y la jurisprudencia que regula el mercado de valores ha establecido que ello se debe hacer mediante un análisis de la probabilidad/magnitud, en el sentido que lo “relevante dependerá de balancear la indicada probabilidad que un evento ocurrirá y la magnitud/impacto del tal”⁵. En este sentido, cuando estamos evaluando riesgos de inversión en el mercado de valores, se ha establecido o recogido el estándar de lo relevante (*materiality standard*) que se refiere exclusivamente a la probabilidad y magnitud del resultado riesgoso.

En razón de lo expuesto, un inversionista es razonable cuando ante un hecho relevante o material evalúa y calcula riesgos y actúa en base a ello. Y la forma como lo hace es estimando la probabilidad y magnitud de que éste ocurra⁶. Es por ello que el estándar del inversionista razonable es considerado como una herramienta o modelo para entender el mercado de valores⁷.

Ahora bien, lo anterior no es tarea fácil para aquel que en un determinado caso es el denominado “inversionista razonable”, puesto que para establecer si un hecho es relevante o material deberá requerir información y conocer los hechos más importantes del contexto en el que se dan. No olvidemos que es relativamente más simple evaluar *ex post* la relevancia o materialidad de un hecho o una conducta que al momento mismo que éstos ocurrieron.

Por ello, es muy difícil determinar con certeza qué es lo que un inversionista razonable considera importante o aquello por lo que puede ser engañado, salvo en aquellos mercados desarrollados que operan con un alto nivel de certeza e información, que como sabemos no es el caso del mercado peruano (aún). Es por ello que se considera que, ante la ausencia de información cuantificable y probada, los abogados y jueces que busquen determinarlo muchas veces lo derivan implícitamente de su propio conocimiento y experiencia⁸, lo que

³ Al respecto, puede verse lo establecido en la Regulación 10(b)(5) de la Ley de Valores de 1934 de los Estados Unidos de Norteamérica, en la que se establece, por ejemplo, que para determinar la responsabilidad individual por fraude se debe aplicar el denominado “reasonable man test”, que no es otra cosa que el estándar del inversionista razonable.

⁴ Ello fue reconocido en un precedente relevante (leading case) en *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224,239 (1988).

⁵ *SEC v. Texas Gulf Sulphur, Co.* 401 F.2d 833, 849. Second Circuit. 1968. Cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).

⁶ HUANG H. Peter. “Investing and the Supreme Court: Rethinking the Materiality of Information and the Reasonableness of Investors”. En: University of Pennsylvania Law School. Institute for Law and Economics. Research Paper 04-06. Marzo 2004. p. 14.

⁷ *Ibid.* p. 15.

⁸ Véase: LANGEVOORT C., Donald. “Disclosures that “Bespeak Caution”. En: *Business Lawyer*. Volumen 49. 1994. p. 48.

introduce “un riesgo serio de perjuicio inconsciente, debido a que las percepciones acerca del comportamiento o conducta económica de otros puede ser muy libres, forzadas o condicionadas por intereses”⁹.

VI. OTRAS DISPOSICIONES APLICABLES RELEVANTES

La Organización Internacional de Organismos Reguladores del Mercado de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) ha establecido algunos principios relacionados y/o relevantes con el presente tema¹⁰. Así, ha dispuesto que sus miembros, entre los cuales está la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante, CONASEV), al momento que tomen decisiones que impliquen el desarrollo de su política regulatoria –y el resolver sobre los alcances y aplicación del estándar del inversionista razonable con seguridad que lo es– deben considerar el impacto de los requisitos impuestos (como lo es un estándar)¹¹.

De esta manera, en primer lugar, reafirma el criterio de que uno de los objetivos de toda regulación del mercado de valores es la protección del inversionista, y ello no significa que el inversionista debe siempre tener la razón o interpretarse o aplicarse las normas a su favor, sino en el sentido que éstos deben ser protegidos de prácticas fraudulentas y del mal uso de sus fondos y/o activos¹².

El IOSCO también ha establecido expresamente que los intermediarios, como es el caso de las sociedades agentes de bolsa, deben de cumplir con estándares y conducta operacional orientada a proteger los intereses de sus clientes y el manejo apropiado del riesgo¹³. En tal sentido, ello se expresa en tres aspectos: (i) *Integridad y Diligencia*: seguir altos estándares de integridad y trato equitativo para con sus clientes, siempre actuando en el mejor interés de sus clientes y de la integridad del mercado; (ii) *Información para clientes*: proveer información a sus clientes de manera completa y a tiempo que les permita a éstos realizar una balanceada e informada decisión de

inversión; y (iii) *Protección de activos del cliente*: cuando una firma de valores tiene control sobre los activos de un cliente, debe tomar todas las medidas razonables para resguardarlos y evitar su mal uso, uso no autorizado o pérdida¹⁴.

Otro de los temas en el que el IOSCO ha puesto particular atención es el referido a la obligación que tienen los intermediarios que actúan en el mercado de valores de proteger los activos de sus clientes. Así, consideran que ello es el objetivo central de toda disposición o principio de protección al inversionista¹⁵. Esto se da así debido a que si el público en general pierde la confianza en los intermediarios a los que confían sus activos se producirían ineficiencias en el mercado. Ello ocurriría debido a que los clientes tendrían que dedicar recursos adicionales y tiempo a monitorear sus inversiones, a pesar de haber destinado recursos (comisiones) para pagar a un intermediario para que lo haga por ellos. Asimismo, pueden decidir no participar en el mercado si consideran que el riesgo de fraude –o que el mismo no sea adecuadamente sancionado y compensado– es demasiado alto. En tal sentido, uno de los objetivos de toda regulación o estándar debe ser incrementar/mejorar la protección al inversionista y la confianza del público¹⁶.

Es así que, por ejemplo, en la recomendación 16 del IOSCO, referida a las previsiones que deben tomar los intermediarios cuando se realicen operaciones de préstamo de valores o reporte, se señala expresamente que se debe contar con la autorización previa y la documentación pertinente de la misma, es decir, documentarla, lo que implica obtener las autorizaciones de dichas operaciones¹⁷.

VII. LA APLICACIÓN DEL ESTÁNDAR DEL INVERSIONISTA RAZONABLE EN EL CASO PERUANO

En Perú, recientemente se planteó el tema del inversionista razonable en dos casos en los que se resolvió su alcance como consecuencia de reclamaciones administrativas presentadas ante la Bolsa de Valores de Lima y CONASEV por dos

⁹ Véase: BAINBRIDGE, Stephen M. y Mitu GULATI. “How do judges maximize? Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions”. En: Emory Law Journal. Volumen 51. 2002. p. 85.

¹⁰ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Objectives and Principles of Securities Regulation”. Mayo 2003. p. 47.

¹¹ Ibid. p. 8.

¹² Ibid. p. 5. Numeral 4.2.1.

¹³ Ibid. p. 32.

¹⁴ Ibid. p. 36.

¹⁵ IOSCO. “Client Asset Protection. Report of the Iosco Technical Committee”. Agosto, 1996. p. 1.

¹⁶ Ibid. p. 7.

¹⁷ Ibid. p. 26.

inversionistas contra una sociedad agente de bolsa¹⁸.

En dichos casos, en primera instancia, la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima declaró infundadas en su parte sustantiva dichas reclamaciones, aduciendo que los inversionistas no se habían comportado de acuerdo al estándar del inversionista razonable, ya que estos conocieron o razonablemente pudieron conocer ciertos hechos que hubieran determinado que hubiesen tenido que tomar medidas para proteger su patrimonio y/o presentar con mayor anticipación su reclamo.

En efecto, la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima señaló que "(...) para establecer la procedencia de la presente denuncia es necesario determinar si el denunciante estuvo en condiciones de conocer **razonablemente** los hechos materia de la denuncia, es decir, las infracciones de SURINVEST, con una antigüedad no mayor de 90 días de formulada la denuncia" (resaltado agregado).

En tal sentido, para la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, el tema central giró en torno al momento en el que el denunciante y/o su apoderado debieron estar en condiciones de razonablemente conocer los hechos denunciados. Afirmaron los miembros de dicha cámara que "(...) para acogerse al plazo subjetivo del artículo 8 del Reglamento de Solución de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima aprobado por la Resolución CONASEV 087-98-EF/94.10¹⁹, **tiene que haber habido un proceder razonable, lo que supone la diligencia ordinaria requerida**, la misma que libera según el artículo 1314 del Código Civil de

la responsabilidad por cumplimientos tardíos, defectuosos o parciales, la que no ha existido en el presente caso" (resaltado agregado).

En razón de lo expuesto, en dichos casos se tuvo que determinar si los denunciante y/o su apoderado tuvieron un proceder razonable, ajustado a la diligencia ordinaria requerida, lo que efectivamente reconoció en segunda instancia el Tribunal Administrativo de CONASEV.

En efecto, la Bolsa de Valores de Lima pretendió imputarles un estándar de diligencia de un inversionista institucional o sofisticado a dos personas naturales, sin conocimiento o experiencia relevante en el mercado de valores, que incluso se comportaron diligentemente de acuerdo a las circunstancias y el contexto en el que se desarrollaron los hechos de los casos: un fraude por parte de una sociedad agente de bolsa.

En tal sentido, en los casos se planteó si resultaba razonable exigirle a un inversionista no institucional o no sofisticado un nivel de diligencia tan elevado que lo obligue a revisar minuciosamente todos los actos realizados en su nombre por una sociedad agente de bolsa. Opino que no. La diligencia ordinaria de cualquier persona definitivamente no lo requiere. Justamente, la presencia e intervención de agentes de intermediación, entidades profesionales especializadas en el mercado de valores y debidamente supervisadas por CONASEV, sirve para reducir costos de transacción como los señalados. Sostener lo contrario implicaría desnaturalizar y llevar a un extremo de desconfianza la relación entre el comitente y la sociedad agente de bolsa.

¹⁸ Véase: Resolución 024-2006-EF/94.12 de fecha 13 de febrero de 2006 y Resolución 051-2006-EF/94.12 de fecha 14 de marzo de 2006. Tribunal Administrativo de CONASEV.

¹⁹ Reglamento de Solución de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, Artículo 8. – Generalidades. – "(...) Los reclamos y denuncias de parte sólo podrán ser presentadas ante el Área de Conciliación y Procuración dentro del plazo de 90 días, el cual será computado a partir de la fecha en que se cometió la infracción o desde que ésta pudo ser razonablemente conocida por el afectado. Transcurrido dicho plazo, la denuncia será declarada improcedente, no obstante, se remitirá una copia de la misma al Área de Supervisión a fin de que evalúe la posibilidad de iniciar una denuncia de oficio contra la sociedad agente infractora (...) "(resaltado agregado).

El reglamento anteriormente citado estuvo vigente hasta el 24 de Julio de 2006, fecha en que entró en vigencia el nuevo reglamento que fue aprobado por la Resolución CONASEV 042-2006-EF/94.10. El Reglamento vigente también contiene una disposición similar a la del artículo 8 del reglamento derogado, la cual se encuentra contenida en el artículo 12 y que señala lo siguiente: "Los reclamos o demandas interpuestas ante cualquier de las vías señaladas en el artículo precedente serán respaldadas por el Fondo siempre y cuando se verifique que se hubieren presentado dentro de los 90 días de realizada la comisión de la infracción o desde que ésta fue razonablemente conocida por el comitente. Se presume que una infracción es razonablemente conocida por el comitente desde el momento que toma conocimiento de la misma, a través de cualquier medio documental que se encuentre acreditado en el procedimiento respectivo. De no encontrarse evidenciado dicho hecho, el plazo previsto en el párrafo precedente opera desde el momento de la comisión de la infracción (...) "(resaltado agregado).

Como se puede apreciar, el nuevo Reglamento recoge nuevamente el concepto de razonabilidad respecto de la conducta que debe mostrar un inversionista para presentar un reclamo con cargo al Fondo de Garantía, y adicionalmente establece la presunción que ello ocurre si: (i) tomó conocimiento a través de cualquier medio documental, (ii) dicho medio se encuentra acreditado en el procedimiento.

De otro lado, ¿qué seguridad y protección tendrían los inversionistas no institucionales o no sofisticados en el mercado de valores si, ante una operación fraudulenta llevada a cabo por una entidad supervisada por CONASEV como es una sociedad agente de bolsa, se requiriese a dichos inversionistas, como pretendía hacerlo la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, estándares de diligencia que excedían lo razonable? Se estaría sentando un precedente negativo en el mercado de valores peruano, al colocar en una situación de desventaja y asimetría a potenciales víctimas de operaciones fraudulentas en el mercado de valores.

Si reconocemos que uno de los principios que orienta la regulación del mercado de valores en el Perú es la adecuada protección del inversionista (artículo 1 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores), resultaba inadmisibles que se pretendiese reconocer como válidas las premisas y argumentos planteados por la Bolsa de Valores de Lima en estos dos casos.

En efecto, atribuirle al denunciante la responsabilidad de tener que sospechar de la regularidad de determinados actos dolosos, que fueron muy bien encubiertos y ejecutados por una entidad regulada y supervisada por CONASEV, implicaba elevar el estándar de diligencia ordinaria requerida a los inversionistas privados a niveles extremadamente altos, perjudiciales y absolutamente irracionales e ineficientes para efectos del correcto y ordenado desarrollo del mercado de valores peruano. Resultaba irracional e ineficiente hacerlo, puesto que los costos de monitoreo y funcionamiento del sistema en general se elevarían de manera considerable.

Si se hubiese aceptado este muy elevado estándar de diligencia invocado por la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, se estaría creando nuevos e innecesarios costos de transacción en el mercado bursátil peruano. Así, si los inversionistas no institucionales tuvieran la obligación de revisar el aspecto operativo de cada una de las transacciones que realizan en la bolsa de valores, por el temor de ser estafados, se estarían creando costos de transacción adicionales y absurdos, además de una potencial incertidumbre sistémica.

Afortunadamente, en los casos en comentario, el Tribunal Administrativo de CONASEV entendió que una de las formas más limitadas, ineficientes y peligrosas para regular o resolver cualquier caso en Derecho, particularmente aquellos que tienen una connotación económica como son los casos

relacionados con el mercado de valores, es pretender regular una actividad o analizar una conducta por estancos: es decir, tratar de entender una conducta, emitir un juicio o dar una opinión “aislando” un hecho o “aplicando” una regulación –en este caso el estándar del hombre razonable– sin considerar el **contexto** en el que ésta se ha dado.

En efecto, lo anterior ocurre cuando se trata de “colocar” una conducta o una norma en un “microscopio legal”, sin entender que dicha conducta o norma se da dentro de una relación comercial, contractual, lo que conocemos como una relación jurídica. Es decir, sin considerar que el contexto de dicha conducta o norma es la relación jurídica establecida por las partes.

Por otro lado, CONASEV también aceptó el argumento que se debía tener presente que tanto la relación jurídica como las partes que la establecen se encuentran reguladas. Y que esa regulación es la que va a determinar los alcances y límites de la aplicación de los estándares que se quieren aplicar para evaluar la conducta de las partes de dicha relación. Ello fue obviado de manera injustificada por la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima.

La Cámara de Controversias no consideró que el estándar del inversionista razonable esté condicionado por la relevancia o materialidad de los hechos. Tampoco consideró que ésta se dé en el contexto de la relación comitente-agente de intermediación, relación y parte que está regulada y que por lo tanto era la regulación aplicable a tal relación y al agente de intermediación, lo que determinaba la interpretación y aplicación del referido estándar.

Adicionalmente, la Cámara aplicó el estándar considerado como si se tratase de una relación o contexto normal, olvidando que se trataba de un fraude en el que no se había determinado su exacta fecha de inicio y que se produjo en forma continua. En tal sentido, se debía ser muy cuidadoso o evitar en un contexto como ese el pretender exigir un nivel de certeza en la conducta y en la estimación de plazos, debiéndose tener un margen mayor de flexibilidad, de razonabilidad. Sino, lo que se produciría sería una resolución que no es razonable, como lo fue la resolución de la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima.

Igual de peligroso y poco riguroso era tratar de aplicar el estándar del inversionista razonable sin tener presente que no puede ser aplicado o

interpretado de cualquier manera, que para que su naturaleza y aplicación sea coherente y efectiva, ésta debe hacerse de conformidad con los principios y marcos conceptuales de la teoría regulatoria en general y de la regulación por estándares o principios en particular.

Por ello, la decisión de la Bolsa de Valores de Lima desconoció las implicancias de política regulatoria de su decisión y demostró ausencia de coherencia interpretativa y argumentativa, lo que fue corregido por el Tribunal Administrativo de CONASEV, quien finalmente entendió que la aplicación del estándar del inversionista razonable no debe hacerse mediante presunciones sobre la conducta de los inversionistas y de los intermediarios, sino debe utilizar como referente el marco regulatorio que ellos están obligados a cumplir, así como los hechos probados del caso.

Asimismo, el Tribunal señaló que a todo inversionista se le debe exigir un “mínimo de diligencia”²⁰, lo que significaba que no era aplicable el estándar elevado que pretendía imputar la bolsa; que en “un estado de normalidad”²¹ para el cliente, no era razonable exigirle a éste una mayor diligencia, y que sólo correspondía exigírsele “el conocimiento de un inversionista promedio o razonable”²².

De esta manera, el Tribunal ratificó los lineamientos que al respecto había establecido en el año 2002 en la Resolución CONASEV 032-2002-EF/94.12 y en el año 2003 en la Resolución CONASEV 113-2003-EF/94.12. En la primera resolución citada, señaló que: el inversionista sensato o razonable: “(...) se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, no es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y de las normas que lo regulan, es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, medita antes de tomar una decisión de inversión adoptando precauciones razonables y dedican

tiempo prudencial a la obtención de información y, en general, al manejo de sus inversiones”²³.

Posteriormente, en la Resolución CONASEV 113-2003-EF/94.12, ratificó lo anteriormente citado al señalar que “(...), este Tribunal asimila el concepto de inversionista sensato al antes mencionado hombre razonable. Dicho inversionista sensato se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, ni extremadamente diligente ni absolutamente negligente. No es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, dedicando un tiempo prudencial a la obtención de información y, en general al manejo de sus inversiones”²⁴.

Finalmente, en la Resolución 116-2003/94.12 del 28 de octubre de 2003, el Tribunal nuevamente continuó en dicha línea de conceptualización al indicar que existirían tres tipos de inversionistas: (i) el institucional, (ii) el sofisticado y (iii) el sensato, medio o razonable. Respecto de este último, CONASEV precisó que este “(...) es capaz de evaluar –sin necesidad de ser analista especializado– el riesgo de valores sobre los cuales tiene interés antes de adoptar una decisión de inversión o desinversión, teniendo como elemento de juicio la información que éste tiene a su alcance”²⁵.

Merecen destacarse dos elementos de la citada resolución: el que reconoce que todo inversionista razonable evalúa riesgos, y que lo hace en base a información que está a su alcance. Aquí nuevamente tiene relevancia la idea de razonabilidad, pues ella nos permitirá, primero, evaluar si los riesgos identificados eran relevantes –en el sentido de relación magnitud/probabilidad– y, en segundo lugar, si se actuó razonablemente para obtener la información, es decir determinar sus acciones/omisiones

²⁰ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 024-2006-EF/94.12. Considerando 47.

²¹ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 051-2006-EF/94.12. Considerando 49.

²² Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 051-2006-EF/94.12. Considerando 47.

²³ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 032-2002-EF/94.12.

²⁴ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución CONASEV 113-2003-EF/94.12.

²⁵ Véase: Resolución CONASEV 116-2003/94.12 de 28 de Octubre de 2003. A efectos de apreciar aún más las características del inversionista razonable es interesante notar la diferencia en cuanto a estándares entre el inversionista razonable respecto del inversionista sofisticado que CONASEV señala en la misma resolución. En efecto, respecto del sofisticado, CONASEV lo define como: “(...) aquel que tiene capacidad para entender y manejar asuntos relativos a inversiones en valores, mercados y cuestiones financieras conexas, que cuenta con capacidad intelectual, formación y experiencia suficientes como para evaluar las recomendaciones del intermediario y formarse su propio juicio independientemente sobre las mismas (...)”.

relevantes respecto de sus circunstancias de acceso/ alcance a la información en cada caso concreto.

En efecto, el tema de la información es determinante para evaluar si una conducta fue razonable o no, pues no sólo se evalúa si ella estaba a disposición de un inversionista razonable (no del inversionista en particular de cada caso), sino también si el contenido de dicha información era relevante, es decir, si ameritaba que un inversionista razonable tomase alguna acción respecto de ella.

De lo expuesto se concluye que la jurisprudencia dada por CONASEV respecto del tema del inversionista razonable señala que éste reúne como mínimo seis características, de las cuales tres son generales y tres específicas al caso de inversiones. Las generales son: (i) no es un profesional en el campo de inversiones, pero tiene cierto conocimiento del mercado, (ii) no es extremadamente diligente, pero tampoco absolutamente negligente, y (iii) es consciente del sentido de sus actos. Las particulares se refieren a: (iv) evaluación del riesgo de inversión, (v) tomar precauciones respecto a dicho riesgo, y (vi) dedicar tiempo a obtener información y monitorear sus inversiones.

De esta manera, la regulación peruana ha establecido dichos lineamientos de conducta *ex ante* y *ex post* que deben ser considerados al momento de evaluar si un inversionista fue razonable o no.

VIII. RAZONABILIDAD, ESTÁNDARES Y DERECHO

Toda regulación del mercado de valores presupone, y a la vez debe, tratar de incentivar un modelo con dos características: conducta racional y mercados eficientes. En consecuencia, la interpretación y aplicación de un estándar como el del inversionista razonable debe buscar lograr lo anterior²⁶.

Ahora bien, es sabido que los jueces y reguladores buscan, consciente o inconscientemente, imponer sus preferencias personales y valores en la sociedad²⁷. Ello ocurre cuando interpretan y aplican normas y estándares.

Es así que mientras que las normas legales (*rules*) requieren o prohíben conductas específicas, la determinación de su cumplimiento o incumplimiento es más sencilla al no exigir un conocimiento y/o experiencia significativos para resolver los casos en base a ellos. Los estándares requieren un mayor conocimiento y/o experiencia de quien va a resolver, una mayor madurez y juicio, así como una adecuada capacidad de identificar, analizar y tomar en cuenta los hechos y circunstancias relevantes de cada caso.

En razón de lo anterior, y considerando que en general los jueces y quienes resuelven los casos se encuentran mejor preparados y tienen una institucionalidad más desarrollada en los países desarrollados, se ha sostenido que la regulación por estándares no hace sentido en los países en desarrollo.

Uno de los que ha sostenido ello es Richard Posner, quien ha señalado: "La relativa simplicidad de las normas legales tiene dos consecuencias para los poderes judiciales débiles que uno suele encontrar en países pobres. La primera es que la aplicación de las normas legales impone menos exigencias en tiempo y competencia de los jueces y, por lo tanto, es menos costoso y más probable que su aplicación sea precisa. La precisión es un poco ilusoria, porque una característica de la regulación por normas legales es que ellas nunca se adaptan a las realidades complejas que buscan regular. A pesar de ello, las normas legales son más eficientes que los estándares si son aplicados por jueces que tienen capacidad limitada para los detalles y flexibilidad que requiere el resolver casos por estándares. En segundo lugar, las normas legales facilitan el monitoreo de los jueces y por lo tanto reduce la probabilidad de sobornos y la interferencia política en el proceso judicial. Mientras menos discrecionalidad tenga un juez en sus decisiones, será más fácil establecer si el caso ha sido resuelto en contra de la ley o si se ha favorecido a una parte respecto de la otra"²⁸.

Discrepo con Posner en este tema. Si bien en principio su caracterización de los jueces y tribunales de los países en desarrollo puede ser, desafortunadamente, correcta en la mayoría de

²⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. y Mitu GULATI. Op. cit. p. 93.

²⁷ POSNER, Richard. "Economic Analysis of Law". New York: Little, Brown and Co. 1973. p. 534.

²⁸ POSNER, Richard. "Creating a Legal Framework for Economic Development". En: World Bank Research Observer 13(1). 1998. p. 5. (Traducción libre).

los casos –incluyendo a la fecha el caso peruano– y ciertamente parecen razonables sus argumentos basados en las ventajas de las normas legales en cuanto a costos de aplicación por un lado y monitoreo por otro, es justamente el tema de la precisión, que menciona como “ilusoria”, lo que va a determinar que no sea exacto lo que el señala.

En efecto, en primer lugar los casos en derecho –especialmente los relacionados con temas económicos– así como su regulación no pueden ser vistos ni analizados como si fueran “blanco y negro” o si todas las cuestiones que se plantean en ellos puedan ser evaluados con un “sí” o un “no” o marcando un *checklist*. La realidad y la conducta humana son más complejas, y generalmente las partes, los jueces, reguladores o abogados se mueven en zonas grises. Por otro lado, la naturaleza interpretativa de las normas legales –por no mencionar la de los estándares– hace que sea posible que sobre un mismo hecho o norma existan varias interpretaciones o posiciones posibles. Ello determina que para regular ciertos casos o actividades sea razonable o suficiente utilizar normas legales y para otros lo más adecuado sea utilizar estándares, o que muchas veces se tenga que utilizar ambos. No existe, ni podría existir, un derecho basado únicamente en un tipo de regulación, sea en países desarrollados o en desarrollo.

Por otro lado, la falta de precisión que el mismo Posner señala haría que una regulación basada únicamente en normas legales sea ineficiente, ya que podría ocurrir que el fallo que se dé no haya considerado elementos relevantes que sólo pueden ser evaluados o argumentados utilizando estándares, o que no se considere toda la información relevante disponible que pueda generar la aplicación de los mismos, lo que haría que se asignen recursos (sentencias) a quien no tenía derecho o la razón sobre los mismos. Ello sin duda es ineficiente e injusto.

Al respecto, considero que el problema no es la discrecionalidad que conlleva la regulación por estándares, sino que ésta se convierta en arbitraria. Lo que se debe buscar es que ella sea adecuada y eficientemente aplicada, y ello se puede lograr

combinando el uso de estándares con lineamientos (*guidelines*). Estos lineamientos evitarían un exceso de discrecionalidad de los que resuelven los casos, tanto a nivel administrativo como judicial, reduciendo los riesgos que de ésta se convierta en arbitraria. Asimismo, permitirían que exista una razonable predictibilidad y el desarrollo de una jurisprudencia, facilitando que las ventajas que señala Posner para las normas legales también las pueda tener la regulación por estándares. Por otro lado, en la elaboración y promulgación de los lineamientos podrían participar todos los sectores involucrados, lo que los enriquecería y les daría mayor aceptación social y difusión²⁹. Por ello, considero que ésta es la mejor alternativa: el uso de estándares con lineamientos.

Ahora bien, en el caso del estándar del inversionista razonable, considero que los siguientes podrían ser algunos de los lineamientos aplicables:

1. Razonabilidad tiene que ver con evaluación de riesgos. Se le debe exigir al inversionista razonable que siempre evalúe los riesgos de cada inversión.
2. Respecto de los riesgos de su inversión, todo inversionista razonable debe tomar medidas *ex ante* para proteger su inversión.
3. Todo inversionista razonable debe dedicar tiempo a obtener información y monitorear su inversión.
4. La evaluación de riesgo debe hacerse en función de información al alcance de un inversionista razonable; es decir, la disposición/accesibilidad se hace tomando en cuenta al estándar de inversionista razonable, y ello se contrasta/evalúa con los hechos o circunstancias del inversionista en particular en cada caso.
5. La regulación por estándares siempre tiene que considerar el contexto, y en el caso del inversionista razonable, aquél lo forman los hechos de cada caso y el derecho aplicable a dichos hechos y a las partes involucradas.

²⁹ Véase: BREYER, Stephen G. “Regulation and its reform”. Harvard University Press. 1982. p. 107. Breyer realiza en este libro un detallado e interesante análisis del “standard-setting process” regulatorio. De acuerdo a la clasificación que hace sobre estándares, el estándar del inversionista razonable sería un “performance standard” antes que un “design standard”, debido a que el primero establece sus obligaciones en términos de objetivos últimos a ser alcanzados, mientras que los segundos entran a un mayor nivel de detalle. Por otro lado, precisa que los “performance standard” se caracterizan y tienen la ventaja de permitir una mayor flexibilidad y el cambio, que son tan necesarios y útiles en caso del mercado de valores y de las operaciones, transacciones y productos financieros. Este tipo de estándar, precisa además, es también el más complicado de hacer efectivo.

6. La regulación por estándares se enmarca siempre en una determinada política regulatoria y debe tener en cuenta los fines que ésta busca, puesto que el resultado de algo es razonable si es satisfactorio respecto de algo, algo que el Derecho considera valioso o socialmente promovible.
7. Debido a que la regulación por estándares debe permitir incorporar cambios, cuando se aplica el estándar del inversionista razonable se debe ser flexible a las nuevas circunstancias propias de cada caso.
8. La relevancia o razonabilidad de la conducta de un inversionista razonable estará determinada por la evaluación de la probabilidad y magnitud de la ocurrencia del hecho respecto del cual se le juzga.
9. Evaluar la razonabilidad de una conducta es más fácil *ex post* que *ex ante*. Por ello, no se debe prejuzgar ni establecer exigencias irrazonables a un inversionista antes de que realice su inversión.
10. En el caso de la regulación por estándares, algo será relevante si influye o podría influir en la decisión de inversión o no inversión de un inversionista.
11. La razonabilidad de la conducta de un inversionista la determina no que éste realice el “término medio” exacto (recuerden: ni muy diligente ni excesivamente negligente) sino que en algunos casos lo razonable podrá situarse entre ese “término medio” y un extremo u otro, lo que será determinado por las circunstancias de cada caso en particular.
12. No existe un “inversionista razonable” único, aplicable en cualquier lugar y en cualquier caso. Este se construye en cada caso sobre la base de ciertas características (como las establecidas en estos lineamientos).

En tal sentido, el accionar de los jueces y de los reguladores no debería apartarse de ciertos principios orientadores –como los propuestos

para el caso del inversionista razonable– y de las normas que regulan la actividad sobre la que opinan. Éstos también deben de tomar en consideración que su fallo sea coherente con la política regulatoria que las normas buscan implementar, particularmente si se trata del mercado de valores.

Debido a ello, toda regulación del mercado de valores, y los casos que se decidan sobre la base de ella, deben también tomar en cuenta los fundamentos de la política regulatoria, y lo deben hacer sin modificar o tergiversar el texto de la norma, y sobre todo considerando los efectos en el marco general de regulación y en la actividad en sí³⁰.

Por otro lado, toda doctrina o estándar se hace sobre supuestos. El del inversionista razonable no es la excepción. Y éste es el de información, porque para que pueda hacer lo que el modelo de mercado y regulatorio esperan –que evalúe riesgos– se busca que el inversionista reaccione ante información y los intermediarios a normas o incentivos³¹.

Asimismo, se debe tener presente y promover las siguientes características del inversionista y del mercado: racionalidad limitada, costos de transacción y costos de agencia³².

De otro lado, el tema de la racionalidad es algo que está siempre sujeto a cambios, adaptación y también a cuestionamientos en cuanto a aplicaciones que no sean coherentes o que presupongan que los inversionistas tengan siempre la información necesaria para actuar³³. Y justamente la regulación por estándares permite adaptarse a los cambios, al carácter especulativo y evolución de los mercados y productos y servicios financieros.

La racionalidad limitada (debido a que los inversionistas no cuentan con toda la información relevante) y las limitaciones institucionales (un mercado con deficientes controles *ex ante* o *ex post*) determinan que la aplicación del estándar del inversionista razonable se deba hacer también teniendo presente las normas que regulan el mercado de valores peruano.

³⁰ Véase: BAINBRIDGE, Stephen M. y Mitu GULATI. Op. cit. p. 95.

³¹ Ibid. p. 83.

³² Ibid. p. 84.

³³ Véase: KOROBKIN, Russel B. y Thomas S. ULEN. “Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics”. En: California Law Review. Volumen 88. 1999. pp. 1075-1076.

Por ello, la interpretación y argumentación que propongo en el caso de la aplicación del estándar del inversionista razonable busca colocar los incentivos adecuados para que los intermediarios y los inversionistas se relacionen de manera que el mercado se desarrolle y se cumpla con tres principios que orientan la regulación del mercado de valores: conducta racional, transparencia y eficiencia, lo que redundará en su desarrollo, ya que si se logran implementar dichas características, se reducirá la ocurrencia de fraude –algo que nunca dejará de existir debido a la

naturaleza humana– y con ello se logrará la protección del inversionista, entendida ésta como protección en caso fraude, y no en cualquier supuesto u ocasión.

En conclusión, toda regulación del mercado de valores lo que debe buscar es proteger la integridad del mercado y su eficiencia, permitiendo el flujo de información y la realización de transacciones al más bajo costo posible. Estándares como el del inversionista razonable sin duda contribuyen a ello.