

LOS OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN LA LEGISLACIÓN NACIONAL

Análisis Crítico

Juan José Martínez *

La regulación del mercado de valores pretende eliminar la asimetría de información toda vez que la considera una falla de mercado. Al subsanar esta falla de mercado, se protege a los inversionistas no sofisticados que pueden convertirse en accionistas minoritarios de una determinada sociedad.

El presente trabajo analiza el cumplimiento de los objetivos regulatorios del mercado de valores en el Perú y detecta los problemas de la implementación de las normas corporativas que pretenden cumplir tales objetivos.

* LLM, New York University School of Law. Profesor de las Facultades de Derecho de la Pontificia Universidad Católica (PUCP) y de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC).

I. ANTECEDENTES

Durante la década del noventa el país llevó a cabo diversas reformas en los ámbitos económico, jurídico y estatal, con la finalidad de promover la inversión y establecer en el Perú, una cabal economía de mercado.

El mercado de valores y su estructura regulatoria no fueron ajenos a dichos procesos de reforma. Durante dicho período se dictaron nuevas leyes del mercado de valores, así como una nueva Ley General de Sociedades¹. Tales normas establecen el marco regulatorio del mercado de valores, así como los objetivos de la regulación, las funciones de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV, es de las entidades y personas participantes en el mercado de valores y los derechos y mecanismos de protección de los inversionistas.

II. OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

La Ley de Mercado de Valores –en adelante “la Ley”– establece claramente, que los objetivos en la regulación de dicho mercado son: (i) la transparencia en el mercado y (ii) la protección del inversionista².

2.1 La transparencia en el mercado de valores

La Ley, en diferentes artículos hace referencia directa o indirecta a la transparencia en el mercado de valores. Así, el concepto de transparencia es tratado de manera especial en el Título II de la Ley, estableciendo reglas generales que alcanzan a todos los participantes en el mercado de valores. En dicho título se establecen disposiciones relativas a la obligación de informar, la provisión de información relevante, así como la prohibición de realizar prácticas que manipulen el mercado o que deriven del uso de información privilegiada.

Otras disposiciones más específicas de la Ley establecen las obligaciones de las bolsas de valores y los agentes de intermediación (sociedades agentes de bolsa y sociedades intermediarias de valores), en pro de la transparencia del mercado.

¿En qué consiste la transparencia del mercado? ¿Por qué es importante?

Desde un punto de vista económico o de análisis económico del derecho, la defensa de la transparencia del mercado de valores se sustenta en una teoría denominada “Hipótesis de los Mercados de Capital Eficientes” (en adelante la “HMCE”). Esta teoría señala que los precios de los valores, en tanto que bienes a negociarse en un mercado, recogen o reflejan la información que pueda existir sobre ellos.

Ahora bien, la HMCE tiene 3 versiones: la débil, la semi-fuerte y la fuerte. La versión débil señala que los precios de los valores reflejan información histórica (pasada). De acuerdo a esta primera versión, dicha información histórica no permite predecir el movimiento futuro de los precios, ya que siempre existiría un desfase. La versión fuerte sugiere que los precios siempre reflejan toda la información existente sobre los valores, sea ésta pública o no³.

La semi-fuerte es la versión menos controversial y más aceptada de la HMCE. Ella establece que los precios reflejan instantánea o muy rápidamente la información que se hace pública respecto de un determinado valor. Toda información nueva es “digerida” por el mercado y expresada en los precios. Al contener toda la información posible, el precio contiene la “valoración real” de un valor⁴.

Si esta premisa es cierta, el inversionista obtiene lo que espera cuando realiza una operación de intercambio de valores (en el mercado). Desde un punto de vista general, la sociedad se beneficia porque asigna sus recursos (dinero invertido, tomado de los ahorros de las personas y usado por los inversionistas), de acuerdo a sus preferencias y a los verdaderos valores de los bienes (expresado en los precios de los valores).

Si asumimos esta versión de la HMCE, el objetivo de transparencia requiere que toda la información relevante referida a los valores, la empresa emisora, sus actividades y su desempeño sea hecha pública. A mayor información revelada y divulgada (“disclosure”), mayor eficiencia en el mercado de valores. El objetivo de transparencia es finalmente un requerimiento de información, para alcanzar eficiencia en el mercado.

Como corolario de este objetivo, el Estado debe desarrollar ciertas actividades para promover la eficiencia en el mercado de valores. En este sentido, debe promover, establecer y requerir que se divulgue y publicite prontamente, información veraz hacia los

¹ La vigente Ley de Mercado de Valores es el Decreto Legislativo 861, complementada por el Decreto Legislativo 862 y modificada posteriormente por la Ley 27649. La nueva Ley General de Sociedades fue aprobada por la Ley 26887.

² Artículo 1 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861.

³ KLEIN, William y John COFFEE. “Business Organizations and Finance, Legal and Economic Principles”. 1996.

⁴ Ver: GILSON, Ronald y Reiner KRAAKMAN. “The Mechanisms of Market Efficiency”. En: Virginia Law Review No. 70. 1993; SAARI, Christopher. “Note: The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry”. En: Stanford Law Review No. 29. 1977; SOLOMON, Lewis y otros. “Corporations Law & Policy”; JENNINGS, Richard y otros. “Securities Regulation Cases and Materials”; KLEIN & COFFEE. Op. cit.; PAYET, José Antonio. “Razones para Regular el Mercado de Valores”. En: THEMIS-Revista de Derecho No. 33. 1996; UGARTE, Manuel y Aldo REGGIARDO. “La Transparencia del Mercado de Valores y el Insider Trading”. En: THEMIS-Revista de Derecho No. 35. 1997.

inversionistas. La Ley sigue esta dirección al haber establecido la obligación del informar y el acceso público a dicha información.

Concordante con ello, toda práctica engañosa, fraudulenta o de manipulación debe ser prohibida, ya que ello implica una manipulación artificial de la información disponible y la distorsión de precios, siendo ello inconsistente con la eficiencia del mercado. Es por esta razón que la Ley prohíbe claramente dichas prácticas.

Lo mismo sucede con el manejo de información privilegiada⁵, ya que cierta información no ha sido hecha pública y por tanto, se ha distorsionado el proceso de formación de precios (los valores no reflejan su valuación real), afectando la asignación de recursos y eficiencia. Esta práctica también está proscrita por la ley.

2.2 La protección del inversionista

Cuando un inversionista adquiere valores, asume básicamente el rol de un consumidor de un producto sofisticado (los valores). Adicionalmente, en el caso peruano, el inversionista generalmente también asume el rol de accionista minoritario⁶.

2.2.1 El inversionista como consumidor en un mercado sofisticado.

En el mercado de valores, el inversionista se convierte en consumidor de un producto complejo (valores) y cliente de empresas que prestan servicios muy sofisticados.

¿Quién es el inversionista que debe ser protegido por la Ley? La persona a ser protegida por la Ley es el inversionista no sofisticado. Estas personas presentan las siguientes características⁷:

- Tienen poco dinero disponible (ahorro), para invertir.
- No tienen conocimiento, entrenamiento o experiencia acerca del funcionamiento del mercado de valores.
- No tienen tiempo, dinero (o lo tienen de manera muy limitada), para realizar la investigación y análisis del desenvolvimiento de los valores, de las

empresas emisoras, del mercado, etc. En este contexto, no pueden definir si una alternativa de inversión es buena o rentable.

¿Por qué este inversionista debe ser protegido? El inversionista no sofisticado debe ser protegido por el problema de asimetría de información que lo afecta⁸. El mercado de valores presenta este tipo de problema, debido al producto sofisticado y complejo que se intercambia (valores).

Los valores son títulos que no valen por sí mismos, es decir, como documentos. Su valor depende de los derechos que representan y ulteriormente del valor de la entidad emisora (como empresa o negocio en marcha).

Para tomar la decisión de inversión (adquirir valores), el inversionista necesita saber cuál es el "valor real" del producto que adquiere⁹. En consecuencia, necesita información acerca de los diferentes elementos que pueden afectar su valoración económica. Así por ejemplo, el inversionista necesitará conocer la situación financiera de la empresa emisora, su desenvolvimiento y resultados en el pasado, productos, planes, previsiones, proyecciones, entorno legal, nivel de competencia, contexto macroeconómico, etc¹⁰.

En la relación empresa emisora–inversionista individual, la empresa tiene una ventaja porque posee mejor información sobre sí misma, sus negocios, desarrollo, resultados, etc. El inversionista individual no tiene acceso a dicha información, porque es costosa en términos de tiempo y dinero. Dicho inversionista tiene recursos limitados para destinarlos a la investigación sobre valores y no cuenta con experiencia ni conocimiento sobre la materia. Por otro lado, su conducta es guiada en parte, por un fenómeno denominado "apatía racional"¹¹.

En este contexto (donde existe asimetría de la información y su proceso de obtención es costoso), el inversionista individual se encuentra en desventaja. Si el inversionista no puede determinar el valor de los títulos que va negociar, es probable que una mala asignación de recursos ocurra. Esto afectaría a la persona individual en transacciones específicas y al mercado como un todo.

Bajo estas premisas, los objetivos de la regulación del mercado de valores deben estar dirigidos a reducir las

⁵ Se trata de información no pública, que puede afectar la cotización o precio de los valores, o el desenvolvimiento del mercado.

⁶ La mayor parte de las operaciones realizadas en la bolsa de valores por ejemplo, corresponden a instrumentos de renta variables (acciones y otros). Consultar reportes en la hoja web de la Bolsa de Valores de Lima (www.bvl.com.pe).

⁷ SALINAS, Sergio. "Fondos Mutuos, Información Asimétrica y Regulación de Mercados: Un enfoque de costos de transacción". En: THEMIS-Revista de Derecho No. 33. 1996.

⁸ BULLARD, Alfredo. "Firme Primero, Lea Después. La Contratación Masiva y la Defensa del Consumidor". En: El Derecho Civil Peruano. Perspectivas y Problemas Actuales. 1994.

⁹ Este aspecto se relaciona directamente con el objetivo de "transparencia" ya que, de existir información completa, se llegará a una formación correcta de los precios de los valores, beneficiándose a todos los participantes en el mercado.

¹⁰ COX, James y otros. "Securities Regulation, Cases and Materials". 1991.

¹¹ Ver más adelante la explicación sobre este concepto.

desventajas del inversionista individual, a través del aumento del flujo de información. Esto puede lograrse, requiriendo de los emisores de valores (empresas), toda aquella información que sea susceptible de afectar la decisión del inversionista individual¹². Por esta razón, diferentes artículos de la Ley se refieren a la obligación de informar.

Sin embargo, los inversionistas no solamente son consumidores de un producto complejo (valores). También son consumidores de servicios sofisticados, proporcionados por empresas de intermediación y corretaje. En este contexto también se presentan problemas de asimetría de información. Nuevamente el proveedor de servicios se encuentra en una situación que le permitiría tomar ventaja sobre el inversionista (consumidor). La conducta oportunista puede presentarse a través de diversas prácticas impropias: innecesarias o numerosas transacciones (sobretasación, tratamiento diferenciado o desleal respecto de ciertos consumidores, disposición indebida de bienes, realización de operaciones adelantadas (*frontrunning* o *trading ahead*), compras inducidas (*kickback*), entre otras. Dados estos problemas, uno de los objetivos de la regulación del mercado de valores deberá ser el establecimiento de mecanismos de protección.

Por ello, la Ley ha establecido diversas medidas como: la prohibición de actuar como empresa intermediaria o de corretaje sin la autorización administrativa de CONASEV, la creación de estándares de conducta estableciendo deberes de buena fe y fidelidad frente a clientes, la prohibición de difundir información falsa, incorrecta o que pudiera inducir a error, de usar prácticas manipulativas o fraudulentas, de usar indebidamente bienes o activos de los clientes; el establecimiento de derechos de información (de los clientes), responsabilidad por daños y, la creación de fondos de garantía.

2.2.2 El inversionista como accionista minoritario

El segundo rol del inversionista a ser protegido, es el de accionista minoritario, de una sociedad con acciones negociadas en el mercado de valores¹³ y que es controlada por uno o varios accionistas mayoritarios o por sus directores y gerentes.

¿Por qué el inversionista como accionista minoritario debe ser protegido? El inversionista individual en tanto

accionista minoritario, debe ser protegido para evitar que los accionistas controladores o sus directores y gerentes obtengan ventajas indebidas a través de transacciones fraudulentas o desleales¹⁴. Esto se produce debido a que en ese contexto de relaciones, se configura una relación de agencia.

Desde un punto de vista económico existe una relación de agencia cuando se establece un vínculo entre dos sujetos, uno de ellos denominado "Principal" y el otro "Agente", en virtud del cual el Agente se compromete a realizar ciertas funciones, prestaciones o actividades en interés y beneficio del Principal. Si bien estas actividades son determinadas de manera general, la característica primordial de este tipo de vínculo radica en que el alcance, momento y contenido específico de las funciones y actividades es determinada por el propio Agente¹⁵.

Las relaciones de agencia se producen cuando uno o más sujetos no pueden realizar cierto tipo de actividades directamente y se valen de otra persona o personas para tal efecto, todo esto, en un contexto de alta incertidumbre y complejidad. Las pérdidas producidas y los costos incurridos para resolver los problemas de agencia, se denominan costos de agencia (*agency costs*).

El inversionista individual, teniendo una participación minoritaria, es afectado además por el denominado "problema de acción colectiva". Esto significa que dicho inversionista no tiene incentivo alguno para comunicarse con los otros inversionistas como él, para supervisar y fiscalizar la acción del directorio y la gerencia o del accionista mayoritario (monitoreo).

El problema de acción colectiva tiene dos componentes: "apatía racional" y "problema del polizonte".

La "apatía racional", consiste en que ningún accionista minoritario incurrirá en costos de coordinación con los otros accionistas o en costos de supervisión y fiscalización (monitoreo), porque dicho accionista tendría que asumir los costos totales de tales acciones (coordinación más monitoreo); pero recibiría solamente una pequeña parte de los beneficios, porque estos se dividen entre todos los accionistas.

El "problema del polizonte" se produce porque, para un accionista minoritario es mejor esperar y no tomar acción, porque –de todas maneras– si se produce algún

¹² Nótese que esta medida reduce los costos de acceso a la información.

¹³ Ver nota anterior sobre títulos más negociados en la Bolsa de Valores de Lima.

¹⁴ LA PORTA, Rafael y otros. "Investor Protection: Origins, Consequences and Reform". Publicado en la hoja web del Banco Mundial (www.worldbank.org).

¹⁵ Bibliografía sobre el tema "relación de agencia": JENSEN, Michael y William H. MECKLING, "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". En: *Journal of Financial Economics* No. 3; EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. "The Economic Structure of Corporate Law". Harvard University Press. Cambridge, Mass. 1996; SERRA RAMONEDA, Antoni. "La empresa. Análisis Económico". Barcelona, Labor, 1993; POSNER, Richard A. "El análisis económico del derecho". México, Fondo de Cultura Económica, 1998; ALLEN, William T. y Reinier KRAAKMAN. "Text and Cases on Corporate Law". New York University. New York. 1999 (materiales de enseñanza); HANSMANN, Henry. "The Ownership of Enterprise". The Belknap Press of Harvard University Press. Cambridge, Mass. 2000.

beneficio derivado de la actividad de alguno de los interesados, el mismo se distribuirá entre todos los accionistas.

Esta mezcla de problemas (costos de agencia y problema de acción colectiva) es particularmente importante en sociedades anónimas abiertas. Como consecuencia, el accionista minoritario no tiene ningún incentivo para tomar el control de las decisiones y la gestión, incluso si como categoría, clase o grupo tuviera la titularidad de la mayor parte de las acciones del capital¹⁶.

En este contexto, un rol importante del derecho es evitar que se presenten situaciones de desventaja o abuso del accionista minoritario (inversionista). Ello explica la existencia de normas de protección del inversionista, que limitan la discrecionalidad en las decisiones de otros sujetos con interés en la sociedad. Algunos ejemplos en ese sentido son la prohibición de los directores y accionistas mayoritarios de contratar con la sociedad, la regulación de la retribución del directorio y de la disposición de bienes o intereses de la sociedad¹⁷.

De manera más general y complementaria, la Ley General de Sociedades ha establecido diversos mecanismos para proteger al accionista minoritario, entre ellos:

- a. Los deberes de cuidado y buena fe que los directores tienen que guardar en su accionar¹⁸ y la responsabilidad civil de los mismos, si tales deberes son violados¹⁹.
- b. La obligación de negociar cabalmente cuando los directores o sus familiares cercanos van a realizar una transacción con la sociedad²⁰.
- c. La legitimidad para obrar de la sociedad, para hacer efectiva la responsabilidad civil de los

directores²¹, previo acuerdo de la Junta General de Accionistas.

- d. La legitimidad para obrar de los accionistas individualmente considerados²². Sin embargo en este caso, el accionista debe probar la causalidad entre la conducta de los directores y un daño específico al accionista demandante.
- e. Voto acumulativo, para la elección de directores por las minorías²³.
- f. Quórum especiales y votación calificada para ciertas materias como modificación de los estatutos, fusiones, disolución y liquidación²⁴.
- g. Derechos de información²⁵.
- h. Derecho de separación²⁶.

III. LOS OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y LAS LIMITACIONES DE LA LEY

En esta sección discutiremos la consistencia y limitaciones de algunas disposiciones concretas del derecho positivo, contenidas en la Ley del Mercado de Valores y complementadas por la Ley General de Sociedades, frente a los objetivos que justifican la regulación del mercado de valores.

3.1 La transparencia y el manejo de información privilegiada (*insider trading*)

El artículo 41 de la Ley establece una primera presunción acerca de las personas que tienen acceso a información privilegiada (no pública)²⁷ de empresas emisoras de valores o inversionistas institucionales²⁸, que de ser divulgada, puede afectar el valor, precio o cotización de valores emitidos. Esta presunción se refiere a personas que

¹⁶ Supongamos que existe una sociedad anónima cuyo capital está representado en 1,000 acciones de la misma clase y que el 55% de ellas está en manos de inversionistas individuales que poseen solamente una acción y que por otro lado, existe un único accionista titular del 45% restante. Si los accionistas individuales se unieran y coordinaran votaciones, ellos tomarían el control de las decisiones y gestión de la sociedad.

¹⁷ Artículo 51 de la Ley de Mercado de Valores.

¹⁸ Artículos 171, 173, 176, 179 y 180 de la Ley General de Sociedades. Sin embargo, estos deberes no alcanzan a los accionistas mayoritarios o controladores.

¹⁹ Artículo 179 de la Ley General de Sociedades.

²⁰ Sin embargo, una transacción será incuestionable, si el Directorio la ha aprobado.

²¹ Artículo 181 de la Ley General de Sociedades.

²² Artículo 182 de la Ley General de Sociedades.

²³ Artículo 156 de la Ley General de Sociedades.

²⁴ Artículos 115 y 126 de la Ley General de Sociedades.

²⁵ Artículo 224 de la Ley General de Sociedades.

²⁶ Artículo 200 de la Ley General de Sociedades.

²⁷ El artículo 40 de la Ley define como información privilegiada, cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 34 de la Ley y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición.

²⁸ El artículo 8 de la Ley define como "inversionistas institucionales" a los siguientes: Los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, los agentes de intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos mutuos, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que CONASEV califique como tales.

por su posición en la empresa pueden tener acceso a información confidencial²⁹. Dicha presunción también alcanza al cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en el párrafo anterior.

Adicionalmente, el artículo 42 señala una segunda presunción, acerca de las personas que tienen acceso a información privilegiada (no pública)³⁰. Se trata de personas que no pertenecen a la empresa, pero que en razón de alguna vinculación comercial o administrativa, pueden tomar conocimiento de tal información.

Finalmente, el artículo 43 prohíbe todo tipo de uso o manipulación de información privilegiada (*insider trading*) y establece que aquellas personas que obtuvieron beneficios por dicha vía, deben restituir a la empresa emisora o al fondo los beneficios percibidos³¹.

La prohibición de este tipo de prácticas (*insider trading*) se basa en los efectos negativos que puede tener³².

Pese a ello, las presunciones sobre manejo de información privilegiada se han establecido de manera restringida. Nótese que las presunciones referidas al primer grupo de personas (artículo 41) solamente alcanzan a los cónyuges y a parientes de primer grado de consanguinidad. Esta presunción se extiende a otras

personas con relación de parentesco, únicamente si se puede demostrar que tuvieron acceso a la información reservada. Resulta extraño que mientras en Estados Unidos, país de donde hemos tomado gran parte de nuestra legislación sobre mercado de valores, se tienda a extender el alcance del *insider trading*; en nuestro país la tendencia sea la contraria.

Esto es particularmente grave, si se considera la distribución de la riqueza y la estructura de la propiedad empresarial en el Perú³³. Tradicionalmente, la propiedad de las grandes empresas se ha concentrado alrededor de un grupo limitado de familias, quienes han tenido el control absoluto de la gestión y han utilizado métodos de financiamiento internos, dentro de sus grupos empresariales, y externos, a través de la banca comercial. En este contexto, es fácil imaginar que muchos miembros de una familia (o familias vinculadas) resulten envueltos en la gestión de sus compañías y con acceso a información confidencial.

El financiamiento masivo de empresas a través del mercado de valores, es escaso y un fenómeno relativamente nuevo en el Perú. A pesar del desarrollo reciente del mercado de valores, la estructura de propiedad de las empresas parece seguir siendo más o menos la misma³⁴. En este contexto, una más extensa presunción de acceso de información confidencial o privilegiada hubiera sido conveniente, en pro del

²⁹ "Artículo 41.- Presunción de Acceso.- Salvo prueba en contrario, para efectos de la presente ley, se presume que poseen información privilegiada: a) Los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como los miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, en su caso;

b) Los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales;

c) Los accionistas que individualmente o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales, y,

d) El cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en los incisos precedentes".

³⁰ "Artículo 42.- Otras Presunciones.- Además, salvo prueba en contrario, para efectos de la presente ley, se presume que tienen información privilegiada, en la medida que puedan tener acceso al hecho objeto de la información, las siguientes personas:

a) Los socios y administradores de las sociedades auditoras contratadas por el emisor;

b) Los accionistas, socios, directores, administradores y miembros de los Comités de Clasificación de las clasificadoras, así como los integrantes de la Comisión Clasificadora de Inversiones a que se refiere el Decreto Ley 25897;

c) Los administradores, asesores, operadores y demás representantes de los agentes de intermediación;

d) Los miembros del consejo directivo, gerentes y demás funcionarios de las bolsas y entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados;

e) Los directores y funcionarios de las instituciones encargadas del control o supervisión de emisores de valores de oferta pública o inversionistas institucionales, incluyendo CONASEV, la Superintendencia y la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones;

f) Los directores, gerentes y demás funcionarios de las instituciones de compensación y liquidación de valores;

g) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor e inversionistas institucionales;

h) Las personas que presten servicios de asesoría temporal o permanente al emisor vinculadas a la toma de decisiones de gestión;

i) Los funcionarios de las instituciones financieras que estén a cargo de los créditos a favor del emisor;

j) Los funcionarios del emisor y de los inversionistas institucionales, así como de sus sociedades vinculadas; y,

k) Los parientes de las personas señaladas en los incisos a), b) y c) del artículo anterior y de las mencionadas en los incisos precedentes".

³¹ "Artículo 43.- Prohibiciones.- Las personas que posean información privilegiada, están prohibidas de:

a) Revelar o confiar la información a otras personas hasta que ésta se divulgue al mercado;

b) Recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada; y,

c) Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada.

Estas personas están obligadas a velar porque sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas en este artículo.

Las personas que incumplan las prohibiciones establecidas en el presente artículo deben hacer entrega al emisor o fondo, cuando se trate de información relativa a las operaciones de los fondos mutuos, fondos de inversión y de pensiones, de los beneficios que hayan obtenido".

³² Ver en el ámbito nacional los comentarios de Ugarte y Reggiardo, quienes comentan las razones por las cuales el "*insider trading*" debe estar prohibido.

³³ De acuerdo a cifras del Banco Interamericano de Desarrollo, Perú ha tenido un coeficiente de Gini de alrededor de 0.44 en la década de los noventa. El coeficiente de Gini muestra la distribución del ingreso en un país. Un número mayor a 0.4 expresa una alta diferenciación en el ingreso y concentración de la riqueza. Ver: hoja web del Banco Interamericano de Desarrollo (www.iadb.org).

³⁴ Aunque ello podría estar cambiando, como consecuencia de la inversión extranjera directa llegada en los últimos años.

principio de transparencia señalado y reiterado varias veces en la Ley. Sin embargo, en este caso, el principio y los objetivos regulatorios parecen retroceder ante los importantes intereses económicos que podrían resultar afectados.

3.2 La protección del inversionista como accionista minoritario

Como hemos visto en la sección anterior, el sistema legal peruano –a través de la Ley o la Ley General de Sociedades– ha establecido una serie de mecanismos de protección del inversionista; en tanto constituye un accionista minoritario. Sin embargo, más allá de la existencia formal de tales mecanismos, corresponde preguntar si los mismos son efectivos y, si evitan el abuso y explotación de los accionistas.

En nuestra opinión, tales mecanismos cumplen un rol parcial y no son efectivos en la consecución del objetivo de protección del inversionista. Así, podemos mencionar una serie de ejemplos:

- a. En los casos de transacciones de los Directores con la misma sociedad, aquellos quedan a salvo de todo cuestionamiento si la transacción ha sido aprobada por el Directorio.
- b. Los accionistas mayoritarios (controladores) no tienen asignados deberes de diligencia y buena fe frente a los demás accionistas. La Ley solamente se refiere una serie de transacciones entre uno de tales accionistas y la sociedad (auto-contratación). Sin embargo, dichas transacciones quedan a salvo, si son aprobadas por el Directorio.
- c. No está establecido en la Ley, quién tiene legitimidad para obrar (la sociedad o el accionista individual), si un accionista mayoritario (controlador) ha infringido dicha Ley.
- d. Las pretensiones procesales establecidas en la Ley General de Sociedades parecen estar dirigidas únicamente en contra de los Directores. Sin embargo, no se dice nada acerca de los accionistas mayoritarios (de control).

Más allá de dichos mecanismos legales, el problema de acción colectiva sigue siendo extremo para el pequeño inversionista (accionista minoritario). Si ante alguna situación que lo perjudica quisiera actuar poniendo en marcha la pretensión societaria establecida en el artículo 181 de la Ley General de Sociedades, primero tendría que superar el problema de comunicarse y ponerse de acuerdo con los demás

accionistas. Si por otro lado quisiera actuar directa e individualmente en base a la pretensión establecida en el artículo 182 de la citada Ley, el accionista minoritario (pequeño inversionista) tendría que alegar un daño directo y específico, más allá de la afectación general a sus intereses, derivada de la marcha de la sociedad. Como resultado de ello, el accionista individual enfrenta una serie de límites para hacer efectivos los derechos que le corresponden.

Cabe entonces preguntar por qué no se han mejorado los derechos sustantivos de los accionistas minoritarios y los mecanismos procesales para su tutela, con el fin de superar el problema de acción colectiva.

En el derecho comparado podemos encontrar alternativas que han sido planteadas para enfrentar el problema señalado y cuya aplicación en el Perú podríamos evaluar. La propuesta más conocida se produce en Estados Unidos.

En dicho país se ha establecido un tipo de proceso judicial denominado “*derivative suit*”, el cual es iniciado por un accionista, a nombre de la sociedad, contra los directores o accionistas mayoritarios. En caso de éxito, los costos y costas del proceso son pagados al accionista minoritario, por la propia sociedad. De este modo, el accionista minoritario individual tiene un incentivo para actuar, ya que los costos de su actuación serán cubiertos por todos los accionistas (a través de la sociedad). Esta actuación a su vez beneficia a todos los accionistas, ya que incrementa el monitoreo y supervisión de directores y accionistas mayoritarios. Este mecanismo, a pesar de haberse originado en el Common Law es una alternativa interesante, que empieza a extenderse a otros países de nuestra familia jurídica (Francia y Suiza son los casos principales)³⁵.

En ese contexto, el único mecanismo o instancia de protección de los inversionistas que quedaría vigente es la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV, entidad encargada de la supervisión y monitoreo del mercado de valores. Sin embargo, dados los limitados recursos de las entidades del Estado, las limitaciones en su capacidad administrativa y la magnitud del encargo, los niveles efectivos de protección que se pueden alcanzar son muy limitados³⁶.

En este caso, lo más efectivo hubiera sido generar –a través del derecho– incentivos adecuados y potenciar mecanismos de auto-tutela de los inversionistas individuales (accionistas minoritarios). Finalmente son ellos los interesados y afectados directos por la calidad de gestión, en la sociedad anónima en que participan.

³⁵ Ver: STECHER, Mathias (Editor). “Protection of Minority Shareholders”. 1997.

³⁶ Sobre el delito y castigo ver POLINSKY, Mitchell. “Introduction to Law & Economics”. 1989; COOTER, Robert y Thomas UHLEN. “Derecho y Economía”. México, Fondo de Cultura Económica, 1998.

IV. CONCLUSIONES

En la última década, el país ha venido desarrollando un proceso de modernización y reforma de la legislación, instituciones gubernamentales y su economía, bajo un modelo de economía de mercado.

El mercado de valores no ha sido ajeno a este proceso y habiéndose tomado la ideología, objetivos y modelos de regulación de otros países, siendo Estados Unidos el modelo más claramente seguido.

Sin embargo, los procesos de reforma, legislación y adopción de modelos no son automáticos ni dados al vacío. Ellos están sujetos al contexto (económico,

político y social) en que se introducen y a la presión de los grupos de interés involucrados. En el presente artículo solamente hemos querido llamar la atención de ello, al referirnos a los objetivos teóricos que justifican la regulación del mercado de valores y los problemas, limitaciones y contradicciones que se presentan a nivel de derecho positivo, específicamente en dos aspectos vitales de dicha regulación: el manejo de información privilegiada y la protección procesal del inversionista individual. Desafortunadamente la última reforma legislativa ha obviado estos problemas. Mientras no los afrontemos directamente, estaremos limitando severamente las posibilidades de desarrollo y real masificación de nuestro mercado de valores.