

REVISTA PERUANA DE

JURISPRUDENCIA

Año 3 - Número 5 - Julio 2001



LA FLUCTUACION ARTIFICIAL DEL MERCADO BURSATIL

Daniel Echaiz Moreno*

A mis padres Carlos y Violeta, paradigmas en mi vida.

SUMARIO: I. Resolución del Tribunal Administrativo. II. Análisis y Crítica. 1.- El Caso. 2.- El Recurso de Reconsideración. 3.- La Resolución. 4.- La Fluctuación del Mercado Bursátil. 5.- La Transparencia del Mercado Bursátil. 6.- El comitente como receptor del mandato legal. 7.- La vinculación económica. 8.- El derecho a la libertad de contratación. 9.- La Responsabilidad de la Empresa intermediaria. 10.- La función supervisora de CONASEV. 11.- Corolario.

I. RESOLUCION DEL TRIBUNAL ADMINISTRATIVO

Si bien el riesgo de la fluctuación de los valores que se cotizan en mecanismos centralizados de negociación es el inherente a la participación de los inversionistas en el mercado de valores, tales fluctuaciones afectan legítimamente sólo cuando obedecen a condiciones del mercado, constituyendo una afectación ilegítima cuando la fluctuación es artificialmente causada por otros participantes en el mercado.

Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 049-98-EF/94.12

EMPRESA : Lexington Financing Company.

ASUNTO : Recurso de reconsideración interpuesto contra la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 029-98-EF/94.TA.

FECHA : Miraflores, 4 de diciembre de 1998.

*) Abogado por la Universidad de Lima, con estudios de post-gradó en la Maestría en Derecho de la Empresa de la Pontificia Universidad Católica del Perú, miembro del Ilustre Colegio de Abogados de Lima, asistente de cátedra de Derecho Empresarial en la Maestría en Administración de Negocios y en la Maestría en Tributación y Política Fiscal de la Universidad de Lima, expositor en eventos académicos y autor de diversos artículos publicados en diarios, revistas especializadas y portales jurídicos, tanto peruanos como extranjeros.
E-mail: danielechaiz@yahoo.com - Web: <http://derechoempresarial.deamerica.net>

VISTOS:

El recurso de reconsideración presentado por Lexington Financing Company contra la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 029-98-EF/94.TA, así como el Informe N° 136-98-EF/94.40 de fecha 16 de septiembre de 1998 presentado por la Gerencia de Mercado de Valores, con la opinión favorable de la Gerencia General;

CONSIDERANDO:

Que, en sesión del Tribunal Administrativo de CONASEV de fecha 4 de diciembre de 1998, los funcionarios de la Gerencia de Intermediarios y Fondos sustentaron el Informe N° 136-98-EF/94.10 referido al recurso de impugnación interpuesto por Lexington Financing Company contra la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 029-98-EF/94.TA;

Que, mediante la Resolución impugnada, esta Institución impuso a la recurrente una multa de cincuenta Unidades Impositivas Tributarias, al haberla encontrado responsable por la infracción de lo dispuesto en el artículo 12 inciso a de la Ley del Mercado de Valores. Decreto Legislativo N° 861;

Que, mediante escrito de fecha 23 de julio del presente año, la empresa antes mencionada interpuso un recurso impugnatorio contra la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 029-98-EF/94.TA, solicitando lo dispuesto por el artículo 104 del Texto Único Ordenado de la Ley de Normas Generales de Procedimientos Administrativos, aprobado por Decreto Supremo N° 092-94-JUS;

Que, con relación a la solicitud de suspensión de la sanción impuesta, cabe señalar que aún no se ha iniciado la cobranza de la multa impuesta a Lexington Financing Company, por lo que la suspensión solicitada viene siendo concedida hasta la fecha, debiendo proceder en adelante a ejecutarse conforme a lo dispuesto en la presente Resolución;

Que, con relación al recurso de impugnación, es materia de cuestionamiento por parte de Lexington Financing Company la aplicación indebida que se habría hecho del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico, aprobado por Resolución CONASEV N° 722-97-EF/94.10, a los comitentes involucrados en las variaciones artificiales de precios de las acciones del trabajo emitidas por Fosforera Peruana S.A.;

Que, en lo que concierne a este tema, es preciso señalar que en la Resolución impugnada no se establece la existencia de vinculación entre los comitentes involucrados en la variación artificial del precio de las acciones del trabajo emitidas por Fosforera Peruana S.A. y la mención de este tema se realiza con el único objetivo de dejar expresamente establecido que este elemento no es un requisito ni un elemento necesario para la tipificación de una variación artificial de precios; en consecuencia, es evidente que Lexington Financing Company no puede alegar legítimamente que le hayan sido aplicadas retroactivamente las normas sobre vinculación y grupos económicos;

Que, por otro lado, señala Lexington Financing Company en su recurso de impugnación que CONASEV ha atentado contra su derecho a la libertad de contratación prevista por el artículo 62 de la Constitución Política del Perú, al haber tomado entre los indicios que han sido evaluados para la aplicación de la sanción los hechos de haberse realizado entre los mismos comitentes todas las transacciones materia de investigación y de haberles realizado tales transacciones por montos apenas superiores al mínimo necesario para establecer cotización; en tal sentido, sostiene la recurrente que no existe norma legal que limite el número de veces en las que un mismo comitente puede participar en el mercado y que las

normas le facultaban expresamente a formular sus órdenes por las cantidades por las que lo hizo;

Que, sobre el particular, cabe señalar que no es materia de cuestionamiento por parte de CONASEV el número de veces que un comitente puede participar en el mercado o la cantidad de valores que pretenda comprar o vender en tales participaciones, sino la intención con la que tales participaciones se realizan; en tal sentido, si bien estos hechos por separado constituyen una actuación formalmente legal por parte de la recurrente, conjuntamente con los otros elementos enumerados y analizados en la Resolución impugnada revelan una intención de variar artificialmente los precios de las acciones del trabajo emitidas por Fosforera Peruana S.A., apreciación que nada tiene que ver con una infracción del derecho a la libertad de contratación consagrado en el artículo 62 de la Constitución Política del Perú;

Que, asimismo, Lexington Financing Company sustenta la licitud de sus operaciones en el hecho de que la intermediaria Promotores e Inversiones Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa no se hubiera abstenido de realizarlas y en la falta de observación de las mismas por parte del Director de Mercados de la Bolsa de Valores de Lima;

Que, al respecto, debe señalarse que este argumento ya ha sido materia de pronunciamiento expreso en la Resolución impugnada y que no existe ningún nuevo hecho que pudiera variar el criterio establecido en la misma; en efecto, por un lado, no tiene sentido sustentar la licitud de las operaciones en el hecho de que Promotores e Inversiones Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa no se hubiera abstenido de realizarlas cuando a dicha intermediaria se le ha sancionado precisamente por no hacerlo y, por otro, no puede sustentarse la licitud de las operaciones en la falta de anulación por parte del Director de Mercados de la Bolsa de Valores de Lima por cuanto la información de la que éste disponía en ese momento era insuficiente para apreciar la comisión de esa infracción en particular, pues desconocía la identidad de los comitentes que ordenaron las operaciones, dato que en este caso concreto era muy relevante para efectos de apreciar la ilicitud de las mismas; por último, aun cuando el Director de Mercados de la Bolsa de Valores de Lima hubiera tenido a su alcance toda la información necesaria y no hubiera anulado la operación, esto no sería sustento suficiente de la licitud de las mismas por cuanto ello no priva a CONASEV de su facultad de apreciar la existencia de una infracción;

Que, por otro lado, Lexington Financing Company sostiene en su recurso que CONASEV habría actuado sobre la base de presunciones de culpa que no se encuentran establecidas en ninguna norma legal, lo cual constituiría una actuación incluso inconstitucional por parte de esta Institución al contravenir la presunción de inocencia contenida en el artículo 2 inciso 24 literal e de la Constitución Política del Perú;

Que, al respecto, es preciso señalar que el derecho a la presunción de inocencia consagrado en la Constitución Política del Perú y aplicable por analogía a las sanciones impuestas en sede administrativa, consiste en que la carga de la prueba respecto a la comisión de un hecho punible no corresponde al imputado sino al acusador, de tal forma que si éste no puede acreditar la responsabilidad de aquel, no cabe la aplicación de sanción alguna, siendo el objetivo de la norma el evitar que se prejuzgue la culpabilidad de una persona;

Que, sin embargo, el derecho a la presunción de inocencia no es incompatible con la utilización de pruebas indiciarias, cuyo reconocimiento es expreso en el ordenamiento procesal aplicable (artículo 276 del Código Procesal Civil, aplicable supletoriamente a los procesos administrativos conforme a lo establecido por la primera disposición final del

mismo cuerpo de leyes) y cuyo uso es cotidiano en procesos administrativos y judiciales tanto civiles como penales; en atención a lo anterior, es cierto que en el presente caso CONASEV ha establecido la responsabilidad de Lexington Financing Company y de los demás sancionados mediante la Resolución impugnada, sobre la base de un conjunto de hechos concurrentes y acreditados que crearon convicción suficiente en esta Institución acerca de la responsabilidad de la comisión de una infracción a las normas del mercado de valores; por lo tanto, no se trata de un caso en el que, en ausencia de pruebas, se haya emitido un pronunciamiento atribuyendo la comisión de un hecho punible a un administrador por el hecho de no haber podido éste demostrar su inocencia, sino de uno en el que tal atribución de responsabilidad se ha realizado sobre la base de hechos ciertos y concretos enumerados y analizados exhaustivamente en la Resolución impugnada;

Que, asimismo, con relación a los elementos tomados en cuenta por CONASEV para la imposición de la sanción, Lexington Financing Company cuestiona que tal como se señala en la Resolución impugnada, con la variación artificial de los precios de las acciones del trabajo emitidas por Fosforera Peruana S.A. se hubiera afectado a todos los titulares del valor, habida cuenta que no se presentaron reclamos al respecto; adicionalmente, la recurrente cuestiona lo señalado en la Resolución impugnada en el sentido de que con la manipulación se afectará el costo de oportunidad de los participantes del mercado y se desvirtuase la principal función de los mecanismos centralizados de negociación, toda vez que (de acuerdo con la recurrente) la fluctuación es una circunstancia propia del mercado de valores y constituye, por definición, el riesgo que los participantes en el mercado deciden asumir al intervenir en el mismo;

Que, sobre el particular, es preciso indicar que si bien es cierto el riesgo de la fluctuación de los valores que se cotizan en mecanismos centralizados de negociación es el inherente a la participación de los inversionistas en el mercado de valores, tales fluctuaciones le afectan legítimamente sólo cuando obedecen a condiciones de mercado, constituyendo una afectación ilegítima cuando la fluctuación es artificialmente causada por otros participantes del mercado; en tal sentido, los referidos actos son sancionables por la autoridad encargada de la supervisión del mercado de valores aun cuando no hayan sido materia de reclamo por algún inversionista en particular, pues ello no significa que la afectación no se haya producido; y,

Que, mediante Resolución CONASEV N° 844-97-EF/94.10, el Directorio de esta Comisión Nacional en virtud de lo dispuesto en los incisos k y r del artículo 11 del Texto Único Concordado de su Ley Orgánica aprobado por Decreto Ley N° 26126, acordó constituir el Tribunal Administrativo de CONASEV, el cual según lo dispuesto por el inciso b del artículo 11 de la citada Resolución, está facultado para resolver, en vía de reconsideración, los recursos interpuestos contra las sanciones impuestas por el propio Tribunal a quienes contravengan la Ley del Mercado de Valores o las regulaciones que emanan de CONASEV, con el voto aprobatorio de los miembros del Tribunal Administrativo de CONASEV;

SE RESUELVE:

Artículo 1.- Declarar improcedente la solicitud de Lexington Financing Company de suspensión de la sanción interpuesta mediante Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 029-98-EF/94.TA.

Artículo 2.- Declarar infundado el recurso de reconsideración interpuesto por Lexington Financing Company contra la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV

N° 029-98-EF/94.TA por las razones expuestas en la parte considerativa de la presente Resolución.

Artículo 3.- La presente Resolución entrará en vigencia al día siguiente de su notificación.

Regístrese, archívese, publíquese y transcríbese la presente Resolución a Lexington Financing Company, a Cavali ICLV S.A. y a la Bolsa de Valores de Lima.

GREGORIO LEONG CHAVEZ, Presidente del Tribunal Administrativo de CONASEV.

II. ANALISIS Y CRITICA

1. EL CASO

Lexington Financing Company, en su condición de comitente, se vio involucrada en un proceso administrativo por supuesta fluctuación artificial del mercado bursátil, al haber variado el precio de las acciones del trabajo emitidas por Fosforera Peruana S.A., sobre lo cual se pronunció el ente supervisor del mercado de valores en el Perú mediante Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 029-98-EF/94.TA donde se sanciona a la mencionada empresa Lexington Financing Company con una multa ascendente a cincuenta Unidades Impositivas Tributarias por haber realizado transacciones ficticias que atentaron la transparencia de las operaciones.

2. EL RECURSO DE RECONSIDERACION

En el estado procesal descrito, la empresa sancionada impugna la antedicha Resolución Administrativa mediante un recurso de reconsideración y solicita la suspensión de la sanción dispuesta por CONASEV. Atendiendo al hecho que la importancia medular de la jurisprudencia sub-examine se centra en el medio impugnatorio, seguidamente expondremos, en forma breve, los argumentos expuestos por Lexington Financing Company, los mismos que hemos sumillado para una mejor comprensión:

- a) **Aplicación reglamentaria indebida.-** Hubo aplicación indebida del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico a los comitentes involucrados.
- b) **Violación del derecho a la libertad de contratación.-** Se ha atentado contra su derecho a la libertad de contratación (consagrado en el artículo 62 de la Constitución Política del Estado) porque CONASEV toma como indicio el que se haya realizado entre los mismos comitentes todas las transacciones materia de investigación y que las mismas se hayan efectuado por montos apenas superiores al mínimo necesario para establecer cotización.
- c) **Inexistencia de mandato imperativo.-** No existe norma legal que limite el número de veces en las que un mismo comitente puede participar en el mercado y, por el contrario, el ordenamiento jurídico le faculta expresamente a formular sus órdenes por las cantidades por las que lo hizo.
- d) **Tácita aprobación de la empresa intermediaria.-** La intermediaria Promotores e Inversiones Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa no se abstuvo de realizar las transacciones.
- e) **Tácita aprobación de la autoridad administrativa.-** El Director de Mercados de la Bolsa de Valores de Lima no observó las transacciones.

- f) **Violación de la presunción de inocencia.**- CONASEV ha actuado sobre la base de presunciones de culpa que no se encuentran establecidas en ninguna norma legal, lo que es inconstitucional al contravenir la presunción de inocencia (regulada en el artículo 2 inciso 24 literal e de la Constitución Política del Estado).
- g) **Inexistencia de reclamos de supuestos afectados.**- La variación artificial del precio de las acciones de trabajo emitidas por Fosforera Peruana S.A. no ha afectado a todos los titulares del valor porque no se presentaron reclamos al respecto.
- h) **La fluctuación como circunstancia normal del mercado.**- La manipulación no afecta el costo de oportunidad de los participantes del mercado ni desvirtúa la principal función de los mecanismos centralizados de negociación porque la fluctuación es una circunstancia propia del mercado de valores y constituye el riesgo que los participantes deciden asumir al intervenir en el mismo.

3. LA RESOLUCION

El Tribunal Administrativo de CONASEV resolvió declarando infundado el recurso de reconsideración e improcedente la solicitud de suspensión de la sanción, amparándose en los argumentos que a continuación mencionaremos, los mismos que igualmente hemos sumillado para un cabal entender:

- a) **Irrelevancia de la vinculación económica.**- No se establece la existencia de vinculación económica entre los comitentes; por el contrario, se estatuye expresamente que dicha vinculación no es un requisito ni un elemento necesario para la tipificación de una variación artificial de precios.
- b) **Respeto del derecho a la libertad de contratación.**- CONASEV no cuestiona el número de veces que un comitente puede participar en el mercado o la cantidad de valores que pretenda comprar o vender en tales operaciones, sino la intención con que tales participaciones se realizan, circunstancia que no afecta el derecho a la libertad de contratación.
- c) **Sanción a la empresa intermediaria.**- La intermediaria Promotores e Inversiones Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa fue sancionada por la autoridad supervisora del mercado de valores debido a que no se abstuvo de realizar las transacciones cuestionadas.
- d) **Desconocimiento de la autoridad administrativa.**- El Director de Mercados de la Bolsa de Valores de Lima no observó las transacciones cuestionadas porque desconocía la identidad de los comitentes que ordenaron las operaciones.
- e) **Actuación de oficio de CONASEV.**- Así el Director de Mercados de la Bolsa de Valores de Lima hubiera contado con dicha información, nada impide la actuación de CONASEV, puesto que ésta se encuentra facultada para apreciar la existencia de una infracción.
- f) **Respeto a la presunción de inocencia.**- El derecho a la presunción de inocencia no es incompatible con la utilización de pruebas indiciarias, más aún cuando en el presente caso la atribución de responsabilidad se ha realizado sobre la base de hechos ciertos y concretos.
- g) **Protección jurídica del mercado bursátil.**- Los actos de fluctuación artificial son sancionables por la autoridad encargada de la supervisión del mercado de

valores aun cuando no hayan sido materia de reclamo por algún inversionista en particular, pues ello no significa que la afectación no se haya producido.

- h) **Legitimidad e ilegitimidad de la fluctuación.**- Si bien es cierto que la fluctuación de los valores es una circunstancia normal, ella sólo afectará legítimamente a los inversionistas cuando obedece a condiciones de mercado y, por el contrario, será ilegítima cuando la fluctuación es causada artificialmente por otros participantes del mercado.

4. LA FLUCTUACION DEL MERCADO BURSATIL

Con razones justificadas, puede afirmarse que la fluctuación del mercado bursátil es un fenómeno constante e intrínseco a él porque sabido es que la cotización de los valores no es inmutable, sino que varía acorde con las tendencias del mercado. Sin embargo, a pesar de esta innegable situación que le otorga trascendental relevancia, es prácticamente inexistente la bibliografía especializada sobre la materia.

Es menester empezar por lo más elemental; así, nos preguntaremos qué es la fluctuación del mercado. El siempre bien informado Diccionario Espasa Economía y Negocios señala como semántica de la anterior expresión lo siguiente: "Cambios en los precios y las cantidades ofertadas y demandadas que surgen en un mercado en un período de tiempo determinado"¹. Inclusive, en la propia Resolución sub-examine hallamos el concepto que ofrece (con acierto) la empresa denunciada en los siguientes términos: "La fluctuación es una circunstancia propia del mercado de valores y constituye, por definición, el riesgo que los participantes en el mercado deciden asumir al intervenir en el mismo".

"...el ordenamiento jurídico pretende corregir una situación anómala que atenta contra el libre juego que debe reinar en cualquier mercado, mas no interviene caprichosamente con la intención de desconocer situaciones económicas perfectamente entendibles o para suplir la autonomía privada de los inversionistas."

Colegimos, entonces, de los textos transcriptos que la fluctuación es, en principio, una circunstancia consustancial al mercado bursátil, que reviste normalidad y regularidad dentro del contexto económico. Sin embargo, hay que rescatar una noción básica que constituirá la frontera límite (como veremos más adelante): la fluctuación debe obedecer estrictamente a las condiciones naturalmente impuestas en el mercado. Por lo tanto, sólo en este supuesto estaremos ante una fluctuación normal, regular, natural o como quiera llamársele.

(1) Diccionario Espasa Economía y Negocios. Madrid, Arthur Andersen y Espasa Calpe, 1997, p. 268.

En contrapartida a lo hasta aquí explicado, es fácil deducir que el problema se presentará cuando dicha fluctuación de valores está motivada por circunstancias ajenas al mercado, lo que la convierte en una fluctuación artificial o artificiosa, ya que depende de factores exógenos o extra-mercatorios. Debido a que esto último es posible en el plano fáctico pero no deseable en el mercado de valores, el Derecho Bursátil asume una posición tuitiva de los inversionistas (en particular) y del propio mercado (en general), proscribiendo las prácticas o conductas que generen aquella fluctuación artificial; es decir (y esto hay que entenderlo en su correcta dimensión), el ordenamiento jurídico pretende corregir una situación anómala que atenta contra el libre juego que debe reinar en cualquier mercado, mas no interviene caprichosamente con la intención de desconocer situaciones económicas perfectamente entendibles o para suplir la autonomía privada de los inversionistas.

5. LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO BURSÁTIL

La transparencia es un principio rector dentro del mercado bursátil, puesto que sólo con transparencia (y, consecuente, información) se consigue la adecuada protección que merecen los inversionistas, acreedores y demás agentes económicos participantes, es decir, posibilita la protección integral de todos los grupos de interés.

En este orden de ideas, José Tola Nosiglia en una importante obra sobre la materia expresa: "... el término «transparencia» se emplea en el lenguaje técnico para indicar la necesidad de contar con mecanismos que permitan el acceso por parte de todas las entidades y personas que de alguna manera participan en el mercado de valores y, particularmente, de los inversionistas a una adecuada información con respecto a los valores que se negocian en el mercado y a los emisores de dichos títulos"². Y el mismo autor citado, agrega: "La transparencia del mercado de valores ... constituye una necesidad para las distintas partes que intervienen en su dinámica y es una característica que debe buscarse como requisito indispensable para su desenvolvimiento. Sin transparencia no es posible que el mercado inspire la confianza necesaria en quienes participan en él"³.

La consecuencia lógica que se deriva de lo explicado es que mientras mayor sea la transparencia del mercado, menores serán los actos fraudulentos cometidos en él. Y precisamente por seguir este entendible razonamiento es que la legislación bursátil peruana prohíbe que, mediante transacciones ficticias, se vulnere dicha transparencia; así se encuentra consagrado textualmente en el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores⁴, cuando estipula:

Artículo 12.- Transparencia de las operaciones

Está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado. En este marco, se encuentra prohibido:

- (2) Tola Nosiglia, José. El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Lima, Editorial Mass Comunicación, 1994, p. 341.
- (3) Idem, p. 342.
- (4) Perú. Ley del Mercado de Valores. Aprobada mediante Decreto Legislativo N° 861 del 21 de octubre de 1996 y publicada en el Diario Oficial El Peruano el 22 de octubre de 1996.

- a) Efectuar transacciones ficticias respecto de cualquier valor, sea que las operaciones se lleven a cabo en mecanismos centralizados o a través de negociaciones privadas, así como efectuar transacciones con valores con el objeto de hacer variar artificialmente los precios, sin perjuicio de lo establecido en el inciso f del artículo 194.

Se entiende por transacción ficticia aquella en la cual no se produce una real transferencia de valores, de los derechos sobre ellos u otros semejantes, o aquellas efectuadas a precios evidentemente distintos a los del mercado.

La norma jurídica antedicha constituye la base legal referida a la fluctuación artificial del mercado bursátil y, justamente, es el fundamento central expuesto en la Resolución analizada, por el cual CONASEV impone la sanción administrativa a Lexington Financing Company; por lo demás, integra el plexo legislativo a nivel internacional referido a la implantación de normas de conducta en el mercado de valores, junto a la Resolución sobre Principios Internacionales de Normas de Conducta (emitida por la Organización Internacional de Comisiones de Valores), el Reglamento General de Conducta de la Bolsa de Madrid (de España), el Real Decreto N° 629/1993 sobre Normas de Actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios (también de España), la Financial Services Act expedida en 1986 (del Reino Unido), la Securities Trading Act (de Alemania) y el Código de Conducta Europeo referente a las Transacciones sobre Valores Mobiliarios (contenido en la Recomendación N° 77/534/CEE de Europa Comunitaria), entre otros.

6. EL COMITENTE COMO RECEPTOR DEL MANDATO LEGAL

En el caso sub-examine, CONASEV sostiene que los comitentes involucrados incurrieron en la variación artificial del precio de las acciones del trabajo emitidas por Fosforera Peruana S.A. Por consiguiente, es imperativo preguntarnos en este momento a quién está dirigida la norma legal prohibitiva ya citada o, siendo más claros, si aquel mandato jurídico de no efectuar transacciones ficticias alcanza a los comitentes.

A efectos de brindar una adecuada respuesta a la interrogante planteada, debemos enfocar cuál es el comportamiento del comitente, esto es, hasta dónde se extiende su responsabilidad. El comitente es, en buena cuenta, quien realiza la operación comercial (el negocio bursátil); por tanto, a él va dirigida la orden jurídica de efectuar transacciones reales y no transacciones ficticias, mandato que por cierto es extensivo a todos los demás participantes. Autorizada doctrina española de reciente data abona en este sentido al sostener que "las «normas de actuación» son una categoría general de normas jurídicas aplicables a los sujetos que actúan en el mercado de valores..."⁵.

Y, con mayor contundencia porque comenta la legislación bursátil peruana, Gerardo Serra Puente-Arno ha escrito: "Las prohibiciones establecidas en el artículo 12 antes mencionado son, a nuestro juicio, básicamente normas de conducta dirigidas a los intermediarios del mercado, a sus comitentes y a los emisores. En tal sentido, las prohibiciones no sólo se encuentran dirigidas a quienes tienen carácter de permanencia, como los primeros de los nombrados, sino también a los participantes ocasionales del mercado. Situación que se justifica si tomamos en cuenta que

(5) Cfr. Tapia Hermida, Alberto Javier. Derecho del Mercado de Valores. Barcelona, Bosch Editor, 2000, p. 267.

mediante determinados acuerdos dos o más comitentes podrían llegar a manipular los precios de los valores o ser cómplices de la acción irregular de un intermediario"⁶ (el subrayado es nuestro y resalta el supuesto sobre el cual precisamente versa la Resolución comentada).

7. LA VINCULACION ECONOMICA

La vinculación económica se encuadra dentro de un tema mayor y mejor delimitado como es el fenómeno de los grupos de empresas, sobre el cual ya nos hemos pronunciado en varias oportunidades⁷; implica el agrupamiento de dos o más empresas jurídicamente independientes mediante mecanismos económicos, contractuales o fácticos, de manera tal que todas ellas se subordinan a un interés superior que busca el bienestar grupal.

Dentro de la escasa y dispersa legislación peruana sobre los grupos de empresas⁸, destaca en materia bursátil el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico⁹, primera norma jurídica dedicada íntegramente a la figura concentracionista grupal, pero que lamentablemente ofrece una regulación muy genérica y, lo que es más trascendente, se circunscribe solamente a la aplicación del ordenamiento legal relativo al mercado de valores.

La Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV estipula que el tema de la vinculación económica resulta irrelevante en la litis y que más bien no es ni un requisito ni un elemento necesario para la tipificación de una variación artificial de precios. Sin embargo, debemos dejar constancia que aunque lo manifestado pueda aplicarse al presente caso, no configura la regla general. Téngase en consideración que las transacciones ficticias exigen, por su propia naturaleza, el acuerdo fraudulento entre agentes económicos para conseguir un beneficio mutuo, lo cual sería potencialmente más fácil de conseguir si dichos agentes forman parte de un mismo grupo de empresas o, más aún, si estamos hablando de la relación entre un sujeto dominante y una empresa dominada.

(6) Serra Puente-Amao, Gerardo. El Mercado de Valores en el Perú. Lima, Cultural Cuzco Editores, 1999, p. 66.
 (7) Cfr. Echaiz Moreno, Daniel. "Los grupos de empresas en el Perú. Análisis y propuestas para una legislación integral". En: Gaceta Jurídica. Lima, Gaceta Jurídica Editores, septiembre del 2000, Tomo 82-B, ps. 33 a 42; Echaiz Moreno, Daniel. "Anteproyecto de Ley sobre Grupos de Empresas". En: Revista Normas Legales. Trujillo, Editora Normas Legales, octubre del 2000, Tomo 293, ps. B-13 hasta B-26; Echaiz Moreno, Daniel. "El Derecho y los grupos de empresas". En: Diario Oficial El Peruano. Lima, 8 de noviembre del 2000, p. 28; Echaiz Moreno, Daniel. "Los grupos de empresas y sus implicancias en el Derecho Societario". En: Revista Cathedra. Lima, Facultad de Derecho de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, diciembre del 2000, Año IV, Nº 7, ps. 105 a 115; y Echaiz Moreno, Daniel. "Los grupos de interés dentro de los grupos de empresas". En: Revista Acta Académica. San José, Universidad Autónoma de Centro América, mayo del 2001, Nº 28, <http://www.uaca.ac.cr/acta/2001may/dechaiz.doc>, entre otros.
 (8) Cfr. Echaiz Moreno, Daniel. "Los grupos de empresas en la legislación peruana". En: Revista Normas Legales. Trujillo, Editora Normas Legales, agosto del 2000, Tomo 291, ps. A-161 hasta A-168.
 (9) Perú. Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico. Aprobado mediante Resolución CONASEV Nº 722-97-EF/94.10 del 28 de noviembre de 1997 y publicado en el Diario Oficial El Peruano el 29 de noviembre de 1997.

8. EL DERECHO A LA LIBERTAD DE CONTRATACION

El derecho a la libertad de contratación, que goza de rango constitucional porque se halla recogido en el artículo 62 de la Constitución Política del Estado¹⁰, ha despertado varios problemas jurídicos (ciertamente controvertidos) desde su implantación. Su texto normativo es el siguiente:

Artículo 62.

La libertad de contratar garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase

La norma jurídica antedicha se condice, a su vez, con el principio de libertad contractual, consagrado en el artículo 1354 del Código Civil¹¹, donde puede leerse:

Artículo 1354.- Libertad contractual

Las partes pueden determinar libremente el contenido del contrato, siempre que no sea contrario a norma legal de carácter imperativo.

Lexington Financing Company pretende sostener que CONASEV ha violado su derecho a la libertad de contratación, puesto que estaría afectando los negocios jurídicos celebrados entre los comitentes. No obstante, es de mencionar que el susodicho derecho no es irrestricto ni absoluto, sino que se encuentra limitado en su actuar a efectos que no desencadene en un ejercicio abusivo del derecho. Y uno de esos límites viene impuesto por la finalidad del contrato; aquí recordamos la tesis de nuestro maestro Carlos Cárdenas Quiróz, quien explica lo que él denomina como la "humanización del contrato". Por tanto, si varios comitentes se confabulan para realizar transacciones ficticias, es necesario que el Derecho ponga en marcha su aparato corrector y coercitivo, siendo inaudito que aquéllos aleguen una desprotección legal porque han puesto en peligro la seguridad y transparencia del mercado bursátil.

9. LA RESPONSABILIDAD DE LA EMPRESA INTERMEDIARIA

"Si se tiene en cuenta que los agentes de intermediación manejan valores de sus clientes y que pueden existir, en determinados casos, intereses contrapuestos entre los mismos clientes y entre éstos y los agentes de intermediación, podemos concluir en la necesidad de establecer normas de conducta que rijan obligatoriamente la actuación del agente de intermediación en relación con su cliente"¹².

El texto transcrito revela que el agente de intermediación debe circunscribir su actuación dentro de parámetros definidos, en aras de evitar que afecte el normal

(10) Perú. Constitución Política del Estado de 1993. Aprobada el 29 de diciembre de 1993 y publicada en el Diario Oficial El Peruano el 30 de diciembre de 1993.
 (11) Perú. Código Civil. Aprobado mediante Decreto Legislativo Nº 295 del 24 de julio de 1984 y publicado en el Diario Oficial El Peruano el 25 de julio de 1984.
 (12) Cfr. Serra Puente-Amao, Gerardo. El Mercado de Valores en el Perú, citado en nota 6, p. 417.

desarrollo de las operaciones negociales. Así lo entiende expresamente nuestra vigente Ley del Mercado de Valores¹³ cuando señala:

Artículo 171.- Deber de diligencia y lealtad

Los agentes de intermediación están obligados a realizar sus actividades con diligencia, lealtad e imparcialidad, ...

Este deber (que sigue, por cierto, la tendencia que actualmente predomina en el Derecho comparado¹⁴) es reforzado legislativamente en cuanto al tratamiento específico de las sociedades agentes de bolsa, puesto que la norma bursátil peruana antes citada prescribe:

Artículo 196.- Obligaciones y responsabilidades

Son obligaciones y responsabilidades de las sociedades agentes de bolsa:

- a) Presentar las operaciones con exactitud, precisión y claridad;
- b) Verificar la identidad y la capacidad legal de sus comitentes, la autenticidad e integridad de los valores que negocien, ...

Por lo tanto, la intermediaria Promotores e Inversiones Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa incumplió el texto legal, básicamente en lo referido a “verificar la autenticidad de los valores que se negocien”; si habría actuado correctamente, entonces hubiese detectado las transacciones ficticias. Siguiendo este orden de ideas, CONASEV la sancionó, resultando incongruente el argumento de Lexington Financing Company al pretender ampararse en el hecho que la empresa intermediaria no se abstuvo de realizar las operaciones bursátiles. Nadie puede alegar un supuesto derecho en virtud de la negligencia de otro; si esto fuese así, entonces un empresario podría evadir el pago del impuesto a la Renta porque su contador no le decía que pague. Algo totalmente ilógico.

10. LA FUNCION SUPERVISORA DE CONASEV

La abreviatura CONASEV encierra una denominación que, a su vez, describe la función intrínseca de esta Institución: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores; resaltamos “supervisora de valores”. En efecto, se erige como la autoridad administrativa competente para la supervisión del mercado de valores peruano. Y, con mayor especificidad, lo dicho está contenido en el Texto Unico Concordado de su Ley Orgánica¹⁵:

(13) Perú. Ley del Mercado de Valores, citada en nota 4.

(14) A manera ejemplificativa, la moderna doctrina española sostiene: “Las «normas de actuación» pretenden dirigir el comportamiento de los intermediarios del mercado de valores en el marco de los contratos de comisión que les vinculan con sus clientes y que, de modo ocasional, afectan a otras personas físicas o jurídicas que actúan en el mercado de valores”. Cfr. Tapia Hermida, Alberto Javier. Derecho del Mercado de Valores, citado en nota 5, p. 267.

(15) Perú. Texto Unico Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores. Aprobado mediante Decreto Ley N° 26126 del 29 de diciembre de 1992 y publicado en el Diario Oficial El Peruano el 30 de diciembre de 1992.

Artículo 2.

Son funciones de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores las siguientes:

- ...
- d) Velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en ellos y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos.

Consiguientemente, CONASEV tiene la obligación legalmente impuesta de apreciar la existencia de posibles infracciones que pudieran estar atentando contra el normal funcionamiento del mercado de valores. No es óbice alguno la omisión (dolosa, negligente o justificable) del Director de Mercados de la Bolsa de Valores de Lima; determinar la causa del comportamiento de éste ya será materia de un proceso interno, pero ello no impide la supervisión de la autoridad competente. Tampoco constituye obstáculo el que ningún inversionista en particular haya reclamado porque aquí lo que se protege no es solamente al inversionista, sino también la transparencia del mercado de valores¹⁶, puesto que éste resulta ser un concepto más amplio que redonda en beneficio colectivo de todos los grupos de interés involucrados, tales como los inversionistas (mayoritarios y minoritarios), los acreedores, las empresas competidoras, el Estado y demás agentes económicos.

11. COROLARIO

El análisis jurídico efectuado a lo largo de las líneas precedentes nos impulsa a expresar nuestra adhesión al sentido de la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV. Es imperativo que extraigamos como importante conclusión que la fluctuación del mercado bursátil es una circunstancia normal cuando depende, precisamente, de las condiciones del mercado, mas no cuando obedece a causas extrañas; en este caso, estamos ante una fluctuación artificial que exige la sanción correspondiente por parte de la autoridad supervisora del mercado de valores, en aras de salvaguardar la transparencia de las transacciones.

(16) La actual Ley del Mercado de Valores peruana estipula como norma primigenia: **Artículo 1 (primer párrafo).- Finalidad y alcances de la Ley**
La finalidad de la presente Ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista.
Perú. Ley del Mercado de Valores, citada en nota 4.