

---

## INVESTIGACIONES NACIONALES

# Enforcement público-privado en el mercado de valores peruano

## Public-private enforcement in the peruvian securities market

*Dario Efrain Morales Herrera*<sup>1</sup>

Universidad Nacional Mayor de San Marcos

<https://orcid.org/0000-0003-4172-135X>

[dario.morales@unmsm.edu.pe](mailto:dario.morales@unmsm.edu.pe)

Presentado: 28/10/2022 - Aceptado: 14/12/2022 - Publicación: 31/12/2022

---

### Resumen

El autor presenta una crítica a la forma en que se viene llevando a cabo el enforcement en el Mercado de Valores peruano, propone superar un modelo de enforcement público por un modelo mixto (público-privado) en el que la Superintendencia del Mercado de Valores tenga el rol de canalizar los intereses privados a fin de proteger el interés general.

**Palabras clave:** Derecho Administrativo, Mercado de Valores, Enforcement.

### Abstract

The autor presents a critique of the way in which enforcement has been carried out in the Peruvian Stock Market, proposing to overcome a public enforcement model by a mixed model (public-private) in which the Superintendence of the Stock Market has the role of channeling private interests in order to protect the general interest.

**Keywords:** Administrative Law, Securities Market, Enforcement.

---

*"Enforcement policy is too important to be left to the discretion of the enforcers"*  
John C. Coffee, Jr.

## I. Introducción

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es el organismo regulador encargado de velar por el funcionamiento del mercado de valores peruano, a fin de promover la correcta formación de precios, siendo una institución de gran importancia para el desarrollo del sector financiero del país.

En un modelo como el peruano, en el que existe un Poder Judicial percibido muchas veces como ineficiente, se depende del organismo regulador para asegurar el cumplimiento de la normativa sectorial. Sin embargo, el que el enforcement se deba conducir a través del organismo regulador, en este caso la SMV, no significa que se deba renunciar a los beneficios que puede traer la existencia de un enforcement privado eficaz.

De este modo, observando las tendencias en Estados Unidos, China y el mismo Perú, se analizará la implementación de un sistema de enforcement mixto (público-privado) que proteja intereses particulares a través de procedimientos de carácter público en miras a proteger el interés general.

## II. Regulación del Mercado de Valores

En una economía de mercado el Estado no tiene la responsabilidad de decidir cómo se asignan los recursos existentes en la sociedad; sino que se confía en que una asignación eficiente de recursos podrá lograrse a través de la libre interacción entre agentes privados. Con esta idea, los mercados de valores surgen como una plataforma adecuada para que se produzca dicha interacción (Arrow 1964).

La Hipótesis de los Mercados Eficientes postulada por Fama (1970) señala que esta asignación óptima es lograda en aquellos escenarios en los que los precios de los valores en el mercado responden a la información existente, lo que significaría que el precio de mercado de un valor corresponde a su precio intrínseco; asimismo, esta teoría señala que existen tres formas en las que se pueden presentar los mercados de acuerdo con el nivel de información que reflejan los precios:

- Forma débil: Aquellos mercados en los que los precios solo reflejan la información pasada.
- Forma semifuerte: Aquellos mercados en los que los precios reflejan la información pasada y toda la información disponible de forma pública.
- Forma fuerte: Aquellos mercados en los que los precios reflejan toda la información existente.

Teniendo en consideración que los mercados actuales se asemejan a la forma semifuerte de la Hipótesis de los Mercados Eficientes, a fin de evitar distorsiones en el mercado se busca que los precios se vean influenciados únicamente por aquella información disponible de forma pública y que esta información sea precisa para que se logre una óptima asignación de recursos (Duffy 2018).

Al tener como objetivo la asignación eficiente de recursos en la economía, el mercado de valores es un sector de vital importancia que se encuentra regulado en gran parte del mundo; se asigna, en la mayoría de países con una economía de mercado, el rol del regulador a un órgano independiente, buscando de este modo que no haya una injerencia excesiva por parte del Gobierno de turno en las políticas regulatorias que se adopten (Laguna 2016).

La justificación de la regulación de los Mercados de Valores radica en que la eficiencia y la integridad de estos no necesariamente pueden conseguirse a través de un mercado libre de intervenciones, tal como lo señala Justin O'Brien (2007: 1):

“Efficiency and integrity in contemporary financial markets do not correlate without direct intervention. Notwithstanding the rhetorical power of the ‘invisible hand’ metaphor, the laissez-faire contractual account of governance it ordains is, at base, a political construct. What constitutes the optimal level of intervention is contingent on the variable interaction of material and ideational factors. These include the depth, liquidity and importance of capital markets, interest group organizational power, and international regulatory trends”.

Al respecto, si bien hay evidencia de que las políticas regulatorias aplicadas en una determinada sociedad no necesariamente se pueden trasladar a otra (Djankov et al 2003), cabe resaltar que, en lo que respecta a la regulación del mercado de valores, se ha observado que ciertas tendencias se replican en distintos países, lo que podría explicarse en el carácter globalizado de este tipo de mercado.

Como ejemplo tenemos que la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC s.f.), regulador estadounidense, ha fijado su rol como una misión compuesta de tres partes:

- Proteger a los inversionistas.
- Mantener mercados justos eficientes y transparentes.
- Facilitar la creación de capitales.

En la misma línea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO 2017), siendo la principal asociación de reguladores del mercado de valores existente, ha señalado como los principales objetivos que debe seguir la regulación de este sector de la economía los siguientes:

- Protección de Inversionistas.
- Mercados justos, eficientes y transparentes.
- Reducción del riesgo sistémico.

En ese sentido se ha venido produciendo una homogeneización del rol que deben tener los reguladores en el mercado de valores, siempre atendiendo, como de forma correcta señala el regulador australiano, la Australian Securities and Investments Commission (ASIC 2014), a que la regulación debe apuntar a facilitar y mejorar la performance del sistema financiero, promoviendo una participación informada y basada en la confianza por parte de los inversionistas.

Asimismo, el regulador no tiene el rol de intervenir directamente en la economía asignando recursos de la forma que este considere más eficiente, ya que esto corresponde al mercado en sí mismo; su rol es uno mucho más sencillo, pero igual de importante: lograr que el mercado logre esta asignación eficiente. Tampoco debe perseguir directamente objetivos tales como la disminución de las tasas de interés de un país o un mayor flujo de inversión privada, en tanto que, al lograr que el mercado asigne de forma eficiente los recursos, dichos objetivos, relevantes al interés público, podrán ser conseguidos por el regulador de forma indirecta.

Al igual de lo que sucede con la legislación de libre competencia, en donde el consumidor se ve beneficiado indirectamente una vez asegurado el proceso competitivo, se confía en que un mercado en donde los agentes participen sin intención de distorsionarlo generará beneficios para la sociedad en su conjunto.

Viendo que se ha alcanzado un consenso sobre los objetivos básicos que debe perseguir un organismo regulador del mercado de valores, de modo tal que estos se replican en distintas jurisdicciones, queda la pregunta de cómo es que se establecerán las políticas regulatorias para lograr alcanzar estos objetivos.

### **III. Enforcement de las políticas regulatorias**

Los reguladores buscarán la existencia de un mercado eficiente en el que se produzca una correcta formación de precios a través del fomento de la transparencia, en este sentido, toda práctica que interfiera con la libre interacción de las fuerzas de oferta y demanda o que pueda confundir o

engañar a los inversionistas deberá ser prohibida y sancionada (Aliaga y Torres 2004).

Una regulación sin un enforcement adecuado carecerá de eficacia al no tener poder de disuasión; de este modo, un organismo regulador no puede confiar únicamente en su capacidad de emitir normas que deben ser acatadas por los participantes del mercado, sino que se verá en la necesidad de contar con la capacidad de imponer el cumplimiento de esta a los agentes que supervisa.

Esto se debe a que no importa qué tan bien diseñadas se encuentren las políticas regulatorias, si es que estas no cuentan con el debido enforcement, no se implementarán plenamente, lo que genera una pérdida de los beneficios sociales que el cumplimiento de una regulación adecuada genera (Christensen et al 2016); en otras palabras, la regulación se termina por convertir en letra muerta sin un enforcement adecuado.

Si bien en la actualidad existe un debate sobre la preferencia que se puede dar a tener un sistema que privilegie la regulación frente al enforcement o viceversa en el mercado de valores, al respecto, y si bien a nivel internacional hay una clara preferencia por la regulación, en el ejemplo de Estados Unidos se puede ver la importancia del enforcement, en tanto que en dicho país la primacía de este sobre la regulación podría ser una explicación a los bajos costos de capital y alta valorización de valores en dicho país (Coffee 2007).

En ese sentido, el nivel de enforcement que tiene un regulador tiene una influencia decisiva en la búsqueda de un mercado de valores eficiente. Tomando como ejemplo el supuesto del uso de información privilegiada, Wang (2000) (2015) ha desarrollado la “ley de conservación de los valores”, en donde postula que, en el mercado de valores, las ganancias ilícitas de un inversionista necesariamente representarán las pérdidas de otro, motivo por el que, en un escenario en el que existe un enforcement bajo, los precios de los valores disminuirán aumentando el costo del capital en tanto el riesgo de ser víctima de un actuar ilícito es mayor.

Teniendo en consideración la importancia del enforcement, cabe preguntarse cómo es que será aplicado. En la actualidad compiten dos modelos que cuentan con sendas ventajas y desventajas: Enforcement público y enforcement privado. Mientras que en el primero la responsabilidad del enforcement recae en el regulador o en fiscales públicos, en el segundo se espera que los privados afectados por las conductas ilícitas lleven estas ante los tribunales correspondientes.

Al respecto, La Porta, López y Shleifer (2003) señalan que, una vez entendido el correcto funcionamiento del mercado de valores, esto es, que en el mismo la regulación sirve en tanto permite reducir los costos de

transacción entre privados, los aspectos de enforcement público (sanciones, reguladores independientes, etc.) no tienen mayor relevancia alguna.

Esta idea fue recogida por el Banco Mundial (2006) que señaló que un análisis del mercado de capitales en el mundo indicaba una clara correlación positiva entre el tamaño del mercado respecto al PBI y la existencia de provisiones regulatorias que implementen un modelo de enforcement privado.

Sin embargo, estudios posteriores (Ramphal 2007) (Jackson y Roe 2009) señalan que esta presunta predominancia del enforcement privado por encima del público no debe ser tomada por absoluta en tanto se ha evidenciado una clara relación entre un activo enforcement público y la profundidad y tamaño del mercado de valores de un país, concluyendo que sería un error regulatorio tomar una postura que se centre únicamente en el enforcement público o el privado.

Esta postura, que se niega a privilegiar un tipo de enforcement en específico, se ve claramente en China, en donde en los últimos años, a partir de la publicación de un documento estatal llamado “Implementación de Medidas para el Programa Piloto de Reconciliación Administrativa” ha surgido un modelo público-privado, esto es, mixto, que permite la existencia de acuerdos entre infractores e inversionistas afectados en el marco de un procedimiento público llevado a cabo por el regulador chino, sistema que ha surgido por la deficiencia de las acciones de clases en dicho país (Huang 2017).

Del mismo modo, en Estados Unidos, pese a la gran prevalencia del enforcement privado, a través de los fair funds, establecidos por primera vez en la Sarbanes-Oxley Act (Title III sec.308), en la SEC ha empezado a surgir un modelo mixto de enforcement público-privado.

El uso de los fair funds ha resultado una herramienta eficaz que, en lugar de reemplazar o sobreponerse a la litigación privada o a las acciones de clase tan comunes en Estados Unidos, ha terminado por complementar el sistema al abarcar un mayor número de conductas y cubrir aquellos casos que hubiesen sido dejados de lado por un mecanismo de enforcement privado, en tanto los costos de este no lo hacen atractivo para los inversionistas afectados, permitiendo que la intervención de la SEC brinde a estos inversionistas una posibilidad de recibir una reparación al daño que les ha sido causado (Velikonja 2015).

Esto evidencia que la dicotomización entre el enforcement público y privado no existe en la realidad, siendo que ambos modelos deben complementarse a fin de obtener un mayor cumplimiento de políticas regulatorias y lograr la eficiencia del mercado; en ese sentido, no es recomendable que las políticas regulatorias de un país se centren únicamente

en uno de estos rechazando las posibles sinergias que generaría un sistema de enforcement mixto.

#### **IV. Enforcement en el mercado de valores peruano**

Los objetivos de la regulación en el Perú, de forma similar a la práctica internacional, consisten en promover el desarrollo ordenado y transparencia del mercado de valores, así como la protección a los inversionistas (Ley de Mercado de Valores: artículo 1).

Con la finalidad de supervisar este mercado es que surge la SMV, organismo al que le han sido otorgadas una serie de facultades, tales como la de supervisar el cumplimiento de la legislación, dictar normas legales regulatorias y promover el desarrollo del mercado (Ley Orgánica de la SMV: artículo 1).

Sin embargo, sin un enforcement adecuado las medidas tomadas por la SMV se tornarían vacías. Por este motivo, no debe dejarse de lado la interrelación entre los objetivos del regulador y el nivel de enforcement existente; por lo que una de las principales herramientas con las que cuenta la SMV para asegurar el cumplimiento de la normativa es su potestad sancionadora.

Esta potestad del regulador no debe ser vista como la simple facultad de establecer un catálogo de conductas censurables, sino como la principal herramienta con la que cuenta la administración para garantizar el impacto de su actuación (Laguna 2016: 366-367).

En el Perú se ha adoptado por un modelo público de enforcement, en tanto es el regulador el que realiza las acciones correspondientes en aquellos casos de infracciones normativas, teniendo la litigación privada un rol marginal.

Esta situación se puede explicar en que la población percibe al Poder Judicial como corrupto e inoperativo por la población (Portocarrero 2013); percepción que se ha visto comprobada a través de un estudio realizado en el 2015 que tuvo los siguientes hallazgos (Gutiérrez 2015):

- El Perú tiene menos jueces per cápita que el promedio de la región (1 por cada 10697 habitantes).
- Solo el 58% de los jueces son titulares, siendo el resto provisionales o supernumerarios.
- La carga procesal asciende a más de 3 millones de expedientes, de los cuales el 55% eran correspondientes a causas provenientes de años anteriores.

- EL 2014 el 61% de las causas tramitadas ante el Poder Judicial quedaron sin resolver.
- La carga procesal aumenta cada año en 200 mil expedientes.
- Los procesos civiles demoran en promedio 4 años más de lo previsto en las normas procesales; cifra a la que se debe sumar el tiempo que transcurre en la etapa de ejecución del fallo.

Por este motivo, no existen los incentivos adecuados para que un inversionista, en caso vea sus intereses afectados por la comisión de una infracción, opte por iniciar un proceso judicial a fin de buscar una reparación del daño que se le haya podido causar, o, incluso en el caso en que este decida iniciar dicho proceso, no se puede esperar una solución a tiempo por parte del Poder Judicial; de este modo es el organismo regulador quien termina por centralizar el enforcement en un esquema eminentemente público que se basa en la potestad sancionadora de la entidad.

Sin embargo, esta potestad sancionadora que ostenta la SMV se ve limitada en gran medida por los bajos montos de sanciones que puede imponer, teniendo como límite superior las 700 Unidades Impositivas Tributarias (Reglamento de Sanciones: artículo 32), cifra que equivale a aproximadamente USD 836'000.00, monto que no termina por ser disuasorio.

Adicionalmente, y como se detallará en los siguientes párrafos, la SMV ha decidido eliminar el rol de los denunciantes en el marco de sus procedimientos administrativos sancionadores. Si bien la Ley del Procedimiento Administrativo General señala que los procedimientos sancionadores siempre son iniciados de oficio, incluso en aquellos casos en los que surjan producto de una denuncia (artículo 255), esto no significa que el denunciante sea despojado de todo rol en el procedimiento.

Una interpretación en este sentido no solo puede ser catalogada de injusta para los denunciantes, sino que desincentivará que estos realicen denuncias, las que son de vital importancia para realizar una supervisión efectiva del mercado. Esto se ve contemplado en el hecho de que la Ley del Procedimiento Administrativo General reconoce la existencia del tercero administrado, el cual tiene derecho a participar en aquellos procedimientos administrativos en los que sus derechos o intereses legítimos puedan resultar afectados (artículo 71).

Lamentablemente, la SMV, al momento de reglamentar la condición del denunciante ha decidido apartar totalmente a este del procedimiento (Reglamento de Sanciones: artículo 6):



“Artículo 6.- CONDICIÓN DEL DENUNCIANTE

El denunciante a que se refiere la LPAG, que formula una denuncia no es parte del procedimiento administrativo sancionador, y por tanto:

- a) No se encuentra habilitado para exigir la actuación de pruebas, informes orales, o requerir acciones de los órganos instructores.
- b) No podrá impugnar las decisiones de los órganos instructores o de los órganos sancionadores.

En el procedimiento administrativo sancionador **son sujetos del procedimiento la persona a quien se imputa el incumplimiento de la normativa y la SMV.**”

(Subrayado añadido)

Así, el denunciante no podrá impugnar las resoluciones de primera instancia ni podrá exigir la actuación de pruebas, además de que se le privará de la posibilidad de acceder a las investigaciones preliminares debido al carácter reservado de estas (Reglamento de Sanciones: artículo 7).

Esta situación no solo le quita al denunciante la posibilidad de formar parte en un procedimiento que busca esclarecer y sancionar una infracción que él mismo pudo haber sufrido, sino que además priva a la administración de un aliado fundamental: El denunciante, por su interés particular en que se lleve adelante el procedimiento, aportará a este haciendo uso de sus recursos, por lo que podría ser una parte que complementa la actividad del regulador.

Asimismo, tal y como se ha desarrollado, la forma en la que la SMV ha regulado el rol del denunciante va en contra de la literatura actualizada, la cual señala que un enforcement mixto es superior a uno privado, el que a su vez es superior al enforcement público. De igual forma, se deja de lado experiencias en Estados Unidos y China, países en los que si bien predomina el enforcement privado y el público, respectivamente, se están asomando a un modelo mixto.

Teniendo en consideración la existencia de evidencia que vincula un adecuado enforcement con la existencia de un mercado eficiente, debido a las mejoras en los niveles de cumplimiento, cualquier avance en ese aspecto resulta necesario para el Perú, país en el que el mercado bursátil sufre de falta de liquidez (Fernández 2019). Un modelo de enforcement mixto, público-privado, podría ser la solución.

## V. Enforcement público-privado en la SMV

Ante la desconfianza que existe al Poder Judicial en el Perú, no resulta conveniente pretender instaurar un mecanismo de enforcement privado que dependa de litigaciones en dicho fuero para que complemente nuestro modelo de enforcement público; ante esta situación, la implementación de un modelo público-privado, que a través de medios públicos proteja intereses privados, como los que están consolidándose en Estados Unidos y China, podría suplir este vacío.

Antes de proceder a evaluar la posibilidad de implementar un modelo similar en la regulación del mercado de valores peruano, es conveniente analizar otra entidad administrativa que viene protegiendo desde hace años intereses privados a través de mecanismos públicos: el Indecopi.

Este organismo administrativo nació a comienzos de los 90 con la finalidad de actuar como la autoridad nacional de competencia y protección de la propiedad intelectual, bajo la idea de que, a través de la protección de intereses privados se puede proteger el interés público (Fernández-Baca 1994). De este modo, casos tales como un abuso de posición de dominio o actos de competencia desleal, en los que los principales afectados eran agentes de mercado que podrían haber acudido a fueros civiles, empezaron a ser resueltos por una entidad administrativa.

El siguiente paso en este avance de protección pública de intereses privados se dio cuando el Indecopi se convirtió en el ente encargado de velar por la protección a los consumidores, lo que abrió la posibilidad de que, a través de medidas correctivas, se obligue a un infractor a devolver una suma de dinero a un consumidor a fin de reparar la afectación patrimonial que este haya podido sufrir.

Si bien al principio esta potestad del Indecopi fue duramente criticada al asomar la posibilidad de que una entidad administrativa decida sobre indemnizaciones, en la actualidad se acepta que, pese a que pueden tener un efecto similar, una medida correctiva reparadora y una indemnización son sustancialmente diferentes, en tanto la primera únicamente busca revertir los efectos de una conducta infractora (Boulangger-Atoche 2015).

Al respecto, en la SMV se asoma la existencia de un enforcement público-privado en determinados casos, como a través del uso del fondo de garantía, el cual, luego de una resolución administrativa firme que dicte una medida de reposición, será utilizado a favor de un comitente a fin de respaldar las obligaciones que mantengan con el mismo una sociedad agente (Reglamento del Fondo de Garantía: artículo 26).

Asimismo, la Ley del Mercado de Valores (artículo 44) dispone que, en aquellos casos en los que producto del uso de información privilegiada se haya

obtenido alguna ganancia por la compra o venta de valores, dicha ganancia sea entregada íntegramente a los emisores o al patrimonio correspondientes a estos valores.

Por otro lado, el Reglamento de Sanciones (artículo 19) señala expresamente que la SMV podrá imponer las medidas correctivas que estime necesarias a fin de reponer, revertir, reparar o restituir aquellas situaciones alteradas por el incumplimiento de la normativa bajo supervisión de la SMV.

Sin embargo, estas disposiciones no son suficientes para asegurar la existencia de un enforcement público-privado en el Mercado de Valores peruano:

- En el caso del fondo de garantía, si bien esta es una medida que protegería a los inversionistas brindándoles una solución en sede administrativa, su fin se reduce únicamente a aquellas relaciones entre comitentes y sociedades agentes.
- En el caso de la entrega de ganancias producto del uso de información privilegiada, cabe señalar que si bien es una buena propuesta, el beneficiado no sería el afectado, que es el inversionista que vendió o compró valores en una situación distorsionada, sino el emisor.
- Asimismo, si bien existe la facultad de que la SMV utilice medidas correctivas para eliminar los efectos que haya tenido un incumplimiento de la normativa de la SMV, es necesario disposiciones expresas que permitan que la autoridad utilice las mismas en su búsqueda de proteger a los inversionistas.
- Finalmente, cualquier modificación en relación con las medidas correctivas que pueda imponer la SMV será insuficiente en tanto no se asigne un rol principal a los denunciantes en los procedimientos administrativos sancionadores.

## **VI. Propuestas para una mejor aplicación del enforcement público-privado en la SMV**

Al observar que los mecanismos con los que cuenta la SMV para implementar un enforcement público-privado que complementa el sistema son ineficientes, cabe preguntarse cómo es que este organismo regulador puede llevar a cabo medidas destinadas a canalizar los intereses privados que podrían presentar los afectados por una infracción en el mercado de valores, a fin de mejorar el nivel de cumplimiento en el mercado.

Al respecto, y tomando como referencia la experiencia china y estadounidense, así como el caso nacional del Indecopi, es necesario que la SMV implemente una serie de cambios sustanciales en su forma de regular el procedimiento administrativo sancionador:

## 1° Reforzamiento a las medidas correctivas de la SMV

La primera forma de lograr que la SMV sea vista como un medio para reparar la afectación que haya podido producir un tercero al incumplir la normativa del mercado de valores es brindar a dicha entidad las herramientas necesarias para que las medidas correctivas que tome también puedan beneficiar a aquellos inversionistas afectados.

Como ejemplo en el Perú se cuenta con la normativa de protección al consumidor, en donde el Código de Protección y Defensa al Consumidor (artículos 114 y 115) señala que el Indecopi podrá imponer medidas correctivas a solicitud de los consumidores destinadas a resarcir las consecuencias patrimoniales que hayan existido sobre estos como consecuencia de una infracción.

La posibilidad de que los consumidores puedan ver resarcido el daño patrimonial que se les haya podido ocasionar producto de una infracción a través de una vía administrativa es lo que impulsa que estos sean los principales agentes que tiene el Indecopi para vigilar los mercados, de modo que la entidad puede centrar sus escasos recursos a fiscalizar únicamente aquellos casos que más lo ameritan y en donde el interés público es manifiesto.

Antes de señalar qué tipos de medidas podría implementar en este sentido la SMV, se debe hacer la precisión de que un modelo de enforcement público-privado no debería estar dirigido a la protección de cualquier tipo de inversionista. Como señala José Antonio Payet (1996), se debe distinguir a los inversionistas individuales de los institucionales, en tantos estos últimos se caracterizan por un grado de sofisticación tal que “no requieren el mismo grado de protección legal que los pequeños inversionistas individuales”.

Por este motivo es que, de implementarse medidas similares a las contenidas en el Código de Protección y Defensa del Consumidor, es necesario que se realice una necesaria diferencia entre inversionistas institucionales e individuales a fin de que sean estos últimos los que vean la posibilidad de que se les resarza en sede administrativa los efectos negativos patrimoniales que les haya podido causar una infracción a la normativa de Mercado de Valores.

Entre las críticas que se pueden proponer a estas propuestas de modificación, se encuentra el hecho de que los inversionistas pueden acudir al Poder Judicial a fin de que exijan reparaciones y que lo único que se estaría logrando con la propuesta es que un inversionista tenga que acudir primero a la SMV para luego volver al Poder Judicial a enfrentar un largo proceso contencioso-administrativo.

Al respecto, las mismas dudas surgieron cuando se abrió la posibilidad de que los consumidores obtengan medidas correctivas reparadoras en el

Indecopi, en tanto esto significaría que lo único que se estaba logrando era obligar al consumidor a asistir a una instancia previa (la administrativa) antes de ir al Poder Judicial.

Sin embargo, la experiencia demostró que a través del Indecopi se ha logrado crear un procedimiento eficaz para los consumidores que se impulsa en las denuncias que estos puedan interponer a fin de obtener un beneficio patrimonial, aumentando el nivel de enforcement del organismo estatal.

Una modificación de la Ley del Mercado de Valores que permita que la SMV cumpla, en su rol de protector de los inversionistas, un rol análogo al del Indecopi como protector de los consumidores, brindando una vía administrativa a la que acudir ante los daños que les haya generado una infracción generaría:

- i. Un mecanismo eficaz para que los inversionistas puedan defender sus derechos, con las consecuencias positivas que trae para el mercado el que haya una mayor confianza por parte de los inversionistas.
- ii. Un incremento del enforcement que ejerce la SMV fomentando que los agentes económicos que operan en el mercado eviten incumplimientos normativos ante el peligro que supondría una denuncia por parte de un inversionista.

## **2° Asignar un rol más activo al denunciante**

Incluir medidas correctivas a fin de impulsar un mayor número de denuncias por parte de los inversionistas, empujados por sus intereses particulares en recibir un resarcimiento patrimonial, no tendría el efecto deseado si es que el procedimiento sancionador de la SMV no es capaz de incluir como parte a los denunciantes.

El actual Reglamento de Sanciones limita el rol del denunciante, excluyéndolo del procedimiento y señalando que no podrá presentar pruebas, requerir actuaciones de la administración ni interponer recursos administrativos contra las decisiones de la administración.

Esta situación, basada en una percepción dogmática de lo que es un procedimiento administrativo sancionador, excluye irrazonablemente a los inversionistas, lo cual tiene como efecto que se desincentive la participación de estos y que, incluso en aquellos casos en los que denuncien una infracción, se restrinja la posibilidad de que colaboren en las investigaciones que la SMV deberá llevar a cabo.

Privar al denunciante de cualquier tipo de participación en un procedimiento administrativo sancionador tiene como efecto negativo

adicional que la SMV tendrá que asumir toda la carga de investigar las conductas infractoras sin poder recurrir a un agente que quizá cuente con mayores recursos y, sobre todo, con una mayor motivación para realizar esta investigación.

De forma complementaria, se puede incorporar como requisito a las denuncias en las que un inversionista solicite una medida correctiva y sea parte del procedimiento, la obligación de pagar una tasa administrativa que contemple los costos de la actuación de la SMV en estos tipos de procedimientos, tal como sucede en el caso del Indecopi.

### **3° Establecer de forma correcta los supuestos en los que los inversionistas son afectados**

Otro elemento que colaboraría con el establecimiento de un sistema de enforcement público-privado efectivo en la SMV es que se determine de forma correcta aquellos supuestos en los que sea posible que un inversionista pueda ser beneficiario de una medida correctiva reparadora.

Si bien esto, en principio, puede parecer una labor sencilla, tenemos supuestos como el artículo 44 de la Ley del Mercado de Valores que establece que, en los casos de uso de información privilegiada, la devolución de ganancias obtenidas de forma ilícita se realizará a los emisores o patrimonios de los valores sobre los que se realizaron las operaciones. Sin embargo, ¿son realmente los emisores o patrimonios los afectados por este tipo de prácticas?

Realmente son los inversionistas que vendieron o compraron valores sin tener conocimiento de la información privilegiada los que enfrentaron pérdidas, motivo por el que deberían ser estos los que reciban a modo de resarcimiento las ganancias que el infractor obtuvo.

Sin embargo, identificar a los inversionistas afectados no siempre resulta sencillo; hay que tener en consideración que una de las características del Mercado de Valores es la existencia del secreto bursátil (Ley de Mercado de Valores: artículo 45), por lo que en algunos escenarios resultará imposible identificar al inversionista directamente afectado por una práctica.

Como respuesta a este problema, el caso de los fair funds regulados por la Sarbanes-Oxley Act nos muestra una solución señalando que los infractores deberán entregar las ganancias ilícitas a un fondo administrador y posteriormente los inversionistas que se vieron afectados por la infracción recibirán de este fondo un resarcimiento patrimonial proporcional a su afectación.

### **4° Medidas adicionales**

Se debe tener en consideración que en algunos casos el monto dinerario que podría recibir un inversionista producto de una medida correctiva

reparadora se podría ver diluido al existir otros inversionistas afectados que, sin necesidad de incurrir en los costos de un procedimiento administrativo sancionador, tendrían derecho a recibir parte de la medida correctiva reparadora.

A fin de evitar que esta situación genere que los inversionistas se vean desanimados a presentar denuncias en tanto los beneficios patrimoniales esperados se podrían ver disminuidos en caso aparezcan más inversionistas afectados, se puede implementar como medida la posibilidad de que la SMV entregue al inversionista denunciante una proporción del monto de la multa que se haya impuesto gracias a su denuncia.

Sobre este punto, y teniendo en consideración que la SMV se financia con fondos propios (Ley Orgánica de la SMV: artículo 18), no habría mayor inconveniente con el régimen fiscal del Estado al momento de implementar una medida de este tipo; además, las multas representaron menos del 11% del total de los ingresos recaudados por la SMV en el 2018, y, los ingresos recibidos a través de multas y sanciones únicamente representaron el 0.77% de la ejecución presupuestaria de la SMV en el 2018 (SMV 2019).

Por estos motivos es que, la entrega de un porcentaje de las multas a aquellos denunciantes que logren que se imponga una multa a un infractor, además de no representar una gran carga económica para la SMV, es un incentivo adecuado para impulsar a los inversionistas a realizar más denuncias.

Finalmente, y con miras a incrementar la celeridad en los procedimientos, de igual modo que en Estados Unidos (Velikonja 2015) y China (Huang 2017), la SMV puede actuar como mediador en los procedimientos a fin de fomentar que los inversionistas afectados e infractores lleguen a un acuerdo sobre el monto de la medida correctiva reparadora, lo cual tendría como impulso para los inversionistas el obtener un resarcimiento mientras que los infractores podrían evitar o disminuir la sanción que se les aplicaría.

## Conclusiones

La experiencia internacional ha logrado demostrar que la eficiencia de los mercados de valores de un país se encuentra directamente relacionada con los niveles de enforcement existentes, en tanto un mayor cumplimiento de la normativa sectorial permite generar una mayor confianza por parte de los inversionistas.

Existen modelos de enforcement públicos, enfocados en la actividad fiscalizadora y sancionadora de un organismo regulador, y privados, centrados en la posibilidad de que los afectados por un incumplimiento normativo lleven ante un juzgado a los infractores a fin de obtener una indemnización.

Al respecto, si bien la evidencia inicial muestra una mayor efectividad del enforcement público, investigaciones actuales muestran que ambos modelos cumplen un rol importante asegurando un adecuado nivel de cumplimiento.

En países como China o Estados Unidos, se está empezando a optar por modelos de enforcement público-privados en los que se canalizan los intereses privados de los inversionistas afectados a través del organismo regulador a fin de que estos obtengan una reparación patrimonial.

En el Perú existe un modelo netamente público de enforcement debido a la desconfianza e ineficacia del Poder Judicial; sin embargo, no se puede confiar esta labor únicamente en el organismo regulador, motivo por el que, de forma similar a lo sucedido en el Indecopi en el ámbito de protección a los consumidores, la SMV puede implementar un enforcement público-privado destinado a brindar un resarcimiento patrimonial a los inversionistas a través de medidas correctivas reparadoras, impulsando que estos realicen un mayor número de denuncias.

## Referencias

### Lecturas

- Aliaga Farfán, Jeanette y Torres Tejada, Fiorella 2004 "Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano: Prohibición de prácticas de manipulación de precios", IUS ET VERITAS, 14(28), pp. 39-54. Revisado el 25 de agosto de 2019 en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16045>
- Arrow, K. J. 1964 "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing", The Review of Economic Studies, Vol. 31, No 2, pp. 91-96. Revisado el 13 de octubre en: <http://www.jstor.org/stable/2296188>
- ASIC 2017 "ASIC's Statement of Intent". Revisado el 18 de setiembre de 2019 en: <https://asic.gov.au/about-asic/what-we-do/our-role/statements-of-expectations-and-intent/asic-s-statement-of-intent/>
- Banco Mundial 2006 "Institutional foundations for financial markets", Financial Sector Development Indicators, Financial Sector Indicators: Note 5. Revisado el 12 de octubre de 2019 en: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSER/Resources/Institutional.pdf>
- Boulangger-Atoche, Lourdes 2015 "La naturaleza no indemnizatoria de las medidas correctivas y su régimen jurídico en el derecho administrativo peruano. Especial referencia al Código de protección y defensa del consumidor", Tesis de pregrado en Derecho – Universidad de Piura. Revisado el 13 de octubre de 2019 en: <https://pirhua.udep.edu.pe/handle/11042/2322>
- Christensen, Hans B.; Hail, Luzi; y, Leuz, Christian 2016 "Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement", The Review of Financial Studies, Vol. 29, Issue 11, pp. 2885-2924. Revisado el 11 de octubre de 2019 en: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw055>
- Coffee, John C., Jr 2007 "Law and the Market: The Impact of Enforcement", University of Pennsylvania Law Review, Vol. 156, No. 2, pp.229-311.
- Djankov, Simeon; Glaeser, Edward L.; La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; y, Shleifer, Andrei 2003 "The New Comparative Economics", National Bureau of Economic Research, Working Paper 9608. Revisado el 22 de agosto de 2019 en: <https://www.nber.org/papers/w9608.pdf>



- Duffy, Michael 2018 "Australian Private Securities Class Actions and Public Interest: Assessing the 'Private Attorney- General' by Reference to the Rationales of Public Enforcement", *Australian Journal of Corporate Law*, Vol. 32, No. 2. Revisado el 8 de octubre de 2019 en: <https://ssrn.com/abstract=3192191>
- Fama, Eugene F. 1970 "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417. Revisado el 22 de agosto de 2019 en: <http://www.jstor.org/stable/2325486>
- Fernández, José 2019 "BVL en riesgo de seguir perdiendo liquidez tras la oferta de IFS en Nueva York", *Semana Económica*, 16 de julio de 2019. Revisado el 13 de octubre de 2019 en: <https://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/mercado-de-valores/366527-bvl-en-riesgo-de-seguir-perdiendo-liquidez/>
- Fernández-Baca, Jorge 1994 "El rol del Estado en una economía de mercado: la labor del Indecopi", *IUS ET VERITAS*, 5(8), pp. 217-221. Revisado el 15 de octubre de 2019 en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15439>
- Gutiérrez C., Walter 2015 "La Justicia en el Perú. Cinco Grandes Problemas. Documento preliminar 2014-2015", Lima: Gaceta Jurídica. Revisado el 10 de octubre de 2019 en: <http://www.gacetajuridica.com.pe/laley-adjuntos/INFORME-LA-JUSTICIA-EN-EL-PERU.pdf>
- Huang, Robin Hui 2017 "Rethinking the Relationship between Public Regulation and Private Litigation: Evidence from Securities Class Action in China", *Theoretical Inquiries in Law*, Vol. 19, pp. 333-361. Revisado el 1 de octubre de 2019 en: <https://ssrn.com/abstract=3174008>
- IOSCO 2017 "Objectives and Principles of Securities Regulation". Revisado el 28 de setiembre de 2019 en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>
- La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio; y, Schleifer, Andrei 2003 "What Works in Securities Laws?", *Tuck School of Business at Dartmouth, Working Paper No. 03-22*. Revisado el 10 de octubre de 2019 en: <http://ssrn.com/abstract=425880>
- Laguna de Paz, José Carlos 2016 "Derecho Administrativo Económico", Navarra: Editorial Aranzadi.
- O'Brien, Justin 2007 "Private Equity, Corporate Governance and the Dynamics of Capital Market Regulation", Londres: Imperial College Press.
- Payet, José Antonio 1996 "El Mercado de valores y la protección de los inversionistas", *IUS ET VERITAS*, 7(12), 69-79. Revisado el 15 de octubre de 2019 en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15536>
- Portocarrero, Gonzalo 2013 "El (des)orden social peruano", *Palestra – Portal de Asuntos Públicos de la PUCP*. Revisado el 15 de agosto de 2019 en: <http://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/11862>
- Ramphal, Nishay Ray 2007 "The Role of Public and Private Litigation in the Enforcement of Securities Laws in the United States", *RAND Corporation*. Revisado el 10 de octubre de 2019 en: [https://www.rand.org/pubs/rgs\\_dissertations/RGSD224.html](https://www.rand.org/pubs/rgs_dissertations/RGSD224.html)
- SEC s.f. "The Role of the SEC". Revisado el 4 de octubre de 2019 en: <https://www.investor.gov/introduction-investing/basics/role-sec>
- SMV 2019 "Memoria Anual 2018", SMV. Revisado el 14 de octubre de 2019 en: [http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/MEMORIA\\_ANUAL\\_SMV\\_2018vf.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/MEMORIA_ANUAL_SMV_2018vf.pdf)
- Velikonja, Urska 2015 "Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions", *Stanford Law Review*, Vol. 67, pp. 331-395. Revisado el 9 de octubre de 2019 en: <https://ssrn.com/abstract=2400189>
- Wang, William K. S. 2000 "Stock Market Insider Trading: Victims, Violators and Remedies – Including an Analogy to Fraud in the Sale of a Used Car with a Generic Defect", *Villanova*

Law Review, Vol. 45, Issue 1, pp. 27-67. Revisado el 7 de octubre de 2019 en: <http://digitalcommons.law.villanova.edu/vlr/vol45/iss1/11>

2015 “The Importance of ‘The Law of Conservation of Securities’: A Reply to John P. Anderson’s ‘What’s the Harm in Issuer Licensed Insider Trading?’”, University of Miami Law Review, Vol. 69, pp. 811-826. Revisado el 10 de octubre de 2019 en: <http://repository.law.miami.edu/umlr/vol69/iss3/9>

#### **Normativa**

Ley 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General

Texto Único Ordenado aprobado por Decreto Supremo 004-2019-JUS

Ley 29571, Código de Protección y Defensa del Consumidor

Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores

Texto Único Ordenado aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF

Decreto Ley 26126, Texto Único Ordenado de la Ley Orgánica de la SMV

Resolución SMV 013-2011-SMV-01, Reglamento del Fondo de Garantía

Resolución SMV 035-2018-SMV-01, Reglamento de Sanciones

Sarbanes-Oxley Act of 2002

---

#### **Notas al final**

<sup>1</sup> Abogado por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos especialista en derecho regulatorio y de libre competencia integrante del Instituto de Competencia y Regulación.