

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD  
CATÓLICA DEL PERÚ**

**FACULTAD DE DERECHO**



Total Transparencia en el Mercado de Valores  
Peruano: ¿Un principio fundamental o un problema?

Trabajo de Investigación para Obtener el Grado Académico de Bachiller  
en Derecho presentado por:

Ygor Valderrama Reveggino

Asesor:  
Edison Paul Tabra Ochoa

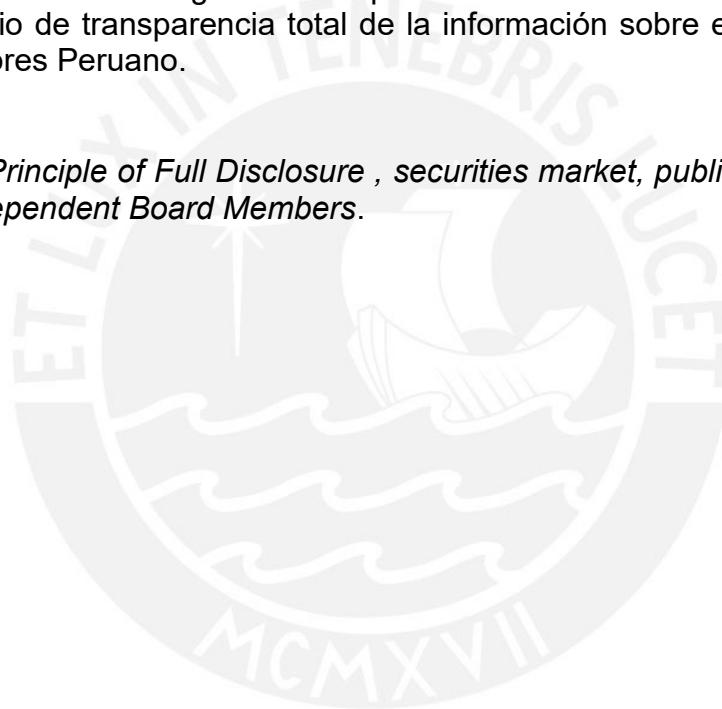
Lima,  
2021

## RESUMEN

**PALABRAS CLAVE:** *Principio de transparencia total de la información, mercado de valores, obligaciones de publicidad de información, Directores Independientes.*

**ABSTRACT:** El presente trabajo de investigación tiene por objeto analizar tanto la regulación como el comportamiento actual de las empresas sujetas a la regulación de la SMV, en materia de las obligaciones de publicidad información a las que se encuentran sujetas, para efectos de evaluar si es que existe alguna otra medida más eficiente para elevar su nivel de cumplimiento respecto de dicha normativa, en vez de modificar la regulación actual, con el objeto de crear e incorporar un nuevo régimen simplificado y reducido de obligaciones de publicidad de información, lo cual atentaría contra el principio de transparencia total de la información sobre el que se funda el mercado de valores Peruano.

**KEY WORDS:** *Principle of Full Disclosure , securities market, publicity of information regulations, Independent Board Members.*



## ÍNDICE

1. Introducción.....	4
2. Primer Capítulo – Conceptos Preliminares y Situación Actual.....	5
3. Segundo Capítulo – La Transparencia en el Mercado de Valores.....	8
4. Tercer Capítulo – Propuesta de Solución.....	16
5. Conclusiones.....	19
6. Bibliografía.....	20



## 1. INTRODUCCIÓN:

El presente trabajo de investigación tiene por objeto analizar la legislación actual del mercado de valores Peruano, específicamente, en lo que se refiere al régimen de las obligaciones de publicación de información al que están sujetas las empresas supervisadas por la SMV (tal como dicho término se define más adelante), así como su nivel de cumplimiento normativo respecto de dicho régimen regulatorio; y posteriormente, tras haber realizado dicho análisis, determinar si es conveniente o no modificar la regulación actual, en el sentido de simplificar el referido régimen de obligaciones de publicación de información, para efectos de elevar el nivel de cumplimiento normativo por parte de las empresas supervisadas referidas anteriormente.

Para tal efecto, se debe partir de una premisa, cual es que, a la fecha, existe un grado importante de desinformación por parte de las empresas supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores, ocasionado por diversos motivos, entre ellos, el alto estándar normativo de la regulación aplicable, el poco conocimiento que tienen los funcionarios de tales empresas sobre las disposiciones normativas aplicables, requisitos y demás obligaciones que tienen que cumplir, en relación a las obligaciones de información que tienen por su condición de tales ante la SMV (tal como dicho término se define más adelante), y también por costo que está relacionado – de por sí – a adoptar un régimen de transparencia de la información, en un país que tiene un sector empresarial bastante informal (inclusive en las empresas que, por lo menos formalmente, son consideradas como parte del sector formal).

En ese sentido, resulta conveniente analizar si sería beneficioso modificar la regulación actual del mercado de valores, en el sentido de simplificar el régimen de obligaciones de publicación de información al que están sujetas las empresas referidas anteriormente.

El presente trabajo de investigación es de un corte teórico, y tiene por objeto principal, representar un aporte esencialmente práctico. Los métodos a ser seleccionados, son el método exegético, histórico y de análisis económico del derecho. Al respecto, las herramientas metodológicas a ser empleadas son el acceso a bibliotecas virtuales (debido a las disposiciones de aislamiento social obligatorio promulgadas por el Gobierno Central de la República del Perú), y como técnica de recolección, el análisis documental.

Como resultado de la investigación que es objeto de la presente, se han obtenido como conclusiones principales, que existen medidas más eficientes para promover un mayor grado de cumplimiento por parte de las empresas supervisadas por la SMV (tal como dicho término se define más adelante) respecto de la regulación referida a las obligaciones de publicación de información a las que se encuentran sujetas a las mismas, en vez de tener que modificar dicha regulación, a través de la creación e incorporación de un régimen simplificado de obligaciones de información, atentando de esa forma, contra el principio de total transparencia sobre el cual se funda todo

mercado de valores, como sistema de intermediación directa entre los agentes del mercado.

Para tal efecto, sin perjuicio de la bibliografía consultada para efectos del presente trabajo de investigación, se ha utilizado la siguiente base normativa.

- Constitución de la República del Perú.
- Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Supremo N°093-2002.
- Reglamento de Hechos de Importancia, Resolución N°005-2014-SMV/01.
- Reglamento de Vinculación, Propiedad Indirecta y Grupo Económico, Resolución N°019-2015-SMV/01.
- Reglamento de preparación de información financiera de la SMV, Resolución N°016-2015-SMV/01.
- Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas realizado por el Comité de Actualización de los Principios de Buen Gobierno corporativo para las Sociedades Peruanas, 2013.
- Manual de Especificaciones para el envío de información de la Bolsa de Valores de Lima S.A. y CAVALI S.A. ICLV, relacionada al mercado integrado, a través del enrutamiento intermediado, aprobada por Resolución de Gerencia General N°012-2011-EF/94.01.2.
- Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, 2002.
- Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO según siglas en inglés), 1998, actualizado.

Entre las instituciones jurídicas estudiadas en el presente trabajo de investigación, encontramos, en primer lugar, a los principios jurídicos fundamentales sobre los cuales se funda un sistema de regulación de un mercado de valores, como un mecanismo de intermediación directa entre los diversos agentes que participan en dicho mercado, entre los cuales se encuentra, principalmente, el principio de total transparencia o *Full Disclosure*, así como otros complementarios como hechos de importancia e información reservada, entre otros que se encuentran definidos y desarrollados a lo largo del presente trabajo.

Por último, en lo que se refiere a las limitaciones aplicables al presente trabajo de investigación, en primer lugar, se encuentran aquellas vinculadas al brote del COVID-19 y, consecuentemente, a las medidas de aislamiento social y restricciones a la apertura de determinados locales dispuestas por el Gobierno Central de la República del Perú, que no han permitido realizar una investigación presencial en lugares como centros de investigación o bibliotecas. Tal limitación, ha generado consecuentemente que el trabajo de investigación tenga un corte más teórico, que uno empírico.

## **2. PRIMER CAPÍTULO – CONCEPTOS PRELIMINARES Y SITUACIÓN ACTUAL:**

De acuerdo a lo señalado en la introducción del presente trabajo de investigación, el mismo tiene por objeto analizar la legislación actual del mercado de valores Peruano,

específicamente, en lo que se refiere al régimen de las obligaciones de publicación de información al que están sujetas las empresas supervisadas por la SMV (tal como dicho término se define más adelante), así como su nivel de cumplimiento normativo respecto de dicho régimen regulatorio; y posteriormente, tras haber realizado dicho análisis, determinar si es conveniente o no modificar la regulación actual, en el sentido de simplificar el referido régimen de obligaciones de publicación información, para efectos de elevar el nivel de cumplimiento normativo por parte de las empresas supervisadas referidas anteriormente.

Uno de los problemas principales que existe actualmente sobre la materia, es que muchas de las empresas del mercado de valores no cumplen con las disposiciones normativas en materia de obligaciones de publicación a las que están sujetas, al ser supervisadas por la SMV (tal como dicho término se define más adelante), por los diversos motivos referidos anteriormente.

En efecto, de acuerdo a la información que se encuentra públicamente disponible en el Portal del Mercado de Valores, dentro de la página web institucional de la SMV (tal como dicho término se define más adelante), se puede apreciar que, desde el año 2009, a partir del cual los mercados internacionales y locales a lo largo del mundo pudieron empezar a recuperarse tras la crisis económica mundial del año 2008, en el Perú, se han interpuesto 955 sanciones firmes en sede administrativa.

Si bien es cierto que, en primer instancia, se puede intuir que este alto grado de sanciones en parte se debe, a que en un inicio, el mercado de valores recién se estaba desarrollando con más intensidad en el Perú en la primera década del siglo XXI, con lo cual, muchas empresas se estaban acostumbrando al sofisticado y alto estándar de la regulación sobre la materia, lamentablemente, la evidencia prueba lo contrario, en la medida que las estadísticas e información publicada por la SMV (tal como dicho término se define más adelante) demuestran que, tan solo desde el año 2014 hasta la actualidad, es decir, en los últimos siete (7) años, se han interpuesto 578 sanciones firmes en sede administrativa, de las cuales, la gran mayoría se debe, precisamente, a incumplimientos relacionados a obligaciones de publicación de información, lo que incluye tanto información que constituye hechos de importancia, como obligaciones de información periódica, como lo son, Estados Financieros (tanto anuales auditados, como intermedios, ya sean individuales o consolidados), Informes de Clasificación de Riesgo, entre otras (SMV, 2021).

Ahora bien, para efectos de abordar el tema que es objeto del presente trabajo de investigación, es conveniente definir en primer lugar determinados conceptos preliminares, así como algunos términos legales, que son recogidos por la regulación aplicable sobre la materia, los mismos que se exponen en el cuadro informativo que consta a continuación:

<b>CONCEPTO PRELIMINAR/ TÉRMINO</b>	<b>DESARROLLO</b>
---	-------------------

Principio de Transparencia de la información:	<p>Tal como señala Rebaza<sup>1</sup>, la transparencia “<i>es fundamental para los inversionistas que participan en el mercado de valores</i>”. Ésta reduce la asimetría respecto de la información disponible respecto de una empresa.</p> <p>La transparencia implica, en sí, la difusión y revelación de información por parte “<i>de los emisores en el mercado de valores, lo cual permite a los inversionistas tener la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que asumen al momento de invertir, son los derivados de su propia decisión</i>” (Rocca: 37).</p>
Costo de Transacción:	<p>Para efectos del presente trabajo de investigación, entiéndase como costos de transacción a aquellos en que se incurre para efectos de celebrar una transacción en un mercado imperfecto (en términos económicos).</p>
Asignación Eficiente:	<p>Este concepto está relacionado a un mercado eficiente, en el que aquel agente que le otorgue más valor a un determinado bien o derecho, sea quien efectivamente, en el marco de las leyes de la oferta y demanda, quien adquiera dicho bien o servicio.</p> <p>Para tal efecto, es fundamental que la formación de precios sea “<i>consecuencia de la interrelación adecuadamente informada de los distintos actores relevantes que les permita optar por un valor determinado o migrar hacia otros que les resulten más favorables</i>”(Rebaza: 4).</p>
Mercado de Valores:	<p>Siguiendo la definición de Lilian Rocca, se debe entender que es un sistema de financiamiento e inversión directa (a diferencia del sistema financiero, que se realiza por medio de intermediación), que reúne a los agentes deficitarios (usualmente llamados emisores) que necesitan recursos para financiar sus proyectos u otras actividades, y a los agentes superavitarios (usualmente denominados inversionistas), que buscan obtener por su inversión, una rentabilidad o ganancia atractiva.</p>
Asimetría de la Información:	<p>Para efectos del presente trabajo de investigación, entiéndase como aquella situación dentro de una transacción en la que una de las partes tiene mayor o mejor información en comparación con la otra.</p>

<sup>1</sup> ¿Para qué te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos. Themis N°50. PUCP.

<p>Información Privilegiada:</p>	<p>Tal como señala Lilian Rocca, los inversionistas tienen que tener igual acceso a la información, por lo que la información debe ser un privilegio para todos los inversionistas del mercado y no solo para unos cuantos que pueden hacer de ella un uso indebido.</p> <p>Sin embargo, existe información que posee una cualidad especial, y es denominada por la Ley del Mercado de Valores, como información privilegiada. En efecto, dicha información, es aquella <i>“referida a un emisor, 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, es capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos”</i> (Rocca: 50).</p>
<p>Información Reservada:</p>	<p>Para efectos del presente trabajo de investigación, entiéndase como Información Reservada, aquella a la que le ha sido asignada tal condición por el mismo emisor, de conformidad con lo regulado en el artículo °13 del Reglamento de Hechos de Importancia, Resolución N°005-2014-SMV/01.</p>
<p>Hechos de Importancia:</p>	<p>Para efectos del presente trabajo de investigación, entiéndase como Hecho de Importancia, de conformidad con lo regulado en el artículo °3 del Reglamento de Hechos de Importancia, Resolución N°005-2014-SMV/01, como cualquier acto, decisión, acuerdo, hecho, negociación en curso o información referida al emisor, a los valores de éste o a sus negocios que tengan la capacidad de influir significativamente en:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. La decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; o,</li> <li>b. La liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.</li> </ul> <p>Para tal efecto, se debe tomar en cuenta el listado enunciativo incluido en el Anexo 1 del Reglamento de Hechos de Importancia, Resolución N°005-2014-SMV/01.</p>
<p>SMV:</p>	<p>Superintendencia del Mercado de Valores del Perú.</p>

### 3. SEGUNDO CAPÍTULO – LA TRANSPARENCIA EN EL MERCADO DE VALORES:



En la presente sección del trabajo de investigación, expondré las principales, vigentes y más actuales discusiones académicas entorno a la regulación de las obligaciones de información de las empresas supervisadas por entidades supervisoras y reguladoras, como lo es la SMV en el caso Peruano, específicamente, con el objeto de determinar la conveniencia o no de modificar la legislación actual del mercado de valores, en el sentido de simplificar el régimen de obligaciones de publicación de información a las que están sujetas las empresas supervisadas por la SMV, y a analizar cómo sería la propuesta normativa tendiente a crear un régimen simple y claro de obligaciones de información para las empresas supervisadas por dicha autoridad regulatoria.

Para tal efecto, en primer lugar, es oportuno mencionar que, bajo legislación Peruana, toda persona jurídica que tiene valores registrados en el Registro Público del Mercado de Valores, está sujeta a una serie de obligaciones de ejecución continua, consistentes principalmente en la remisión o publicación de información al mercado.

Al respecto, se tiene que dicha información debe ser presentada tanto en forma periódica o continua, como es el caso de la información financiera (Estados Financieros no auditados trimestrales y Estados Financieros auditados anuales, a nivel individual y consolidado en ambos casos); así como en forma eventual, como es el caso de los Hechos de Importancia, que, de acuerdo a lo señalado en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, se deben comunicar al mercado en el día de su ocurrencia, y deben ser informados, tal como señala Lilian Rocca, en forma “*veraz, suficiente y oportuna*”.

Para graficar de la forma más clara posible el régimen de información al que están sujetas las empresas supervisadas por la SMV, a continuación expondré un resumen sobre la información que deben publicar al mercado, a través del portal institucional de la misma, usando el sistema MVNet:

- Hechos de Importancia: El mismo día de su ocurrencia en todo momento del año.
- Información Financiera: Estados Financieros no auditados trimestrales y Estados Financieros auditados anuales, a nivel individual y consolidado en ambos casos.
- Memoria Anual: En forma conjunta con los Estados Financieros auditados anuales.
- Reporte de Cumplimiento del Buen Gobierno Corporativo: En forma conjunta con los Estados Financieros auditados anuales.
- Reporte de Sostenibilidad Corporativa: En forma conjunta con los Estados Financieros auditados anuales.
- Informes de Clasificación de Riesgo basados en información financiera auditada al ejercicio anterior: Periodicidad anual.
- Informe de Grupo Económico: Periodicidad anual.

El resumen del régimen de remisión de la información expuesto anteriormente, se debe a que en el mercado de valores rige un principio general: el principio de transparencia o *Full Disclosure*.

En efecto, como señala Piaggio:

*“El Principio de Transparencia o Full Disclosure, es aquel principio en virtud del cual un emisor de valores, a través de una OPP, debe informar correctamente al mercado no sólo respecto de valores que desea colocar o vender, sino también respecto de la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y la manera cómo se venderán o colocarán dichos valores”.*

En la misma línea, Rebaza, sostiene lo siguiente:

*“En términos generales, la transparencia es fundamental para los inversionistas que participan en el mercado de valores.*

*La transparencia reduce la asimetría entre accionistas mayoritarios y minoritarios respecto de la información disponible sobre la empresa objetivo. (...) los accionistas mayoritarios quienes cuentan con la mayor información pertinente que afecte o pueda afectar la rentabilidad de las acciones, y no necesariamente tienen incentivos para poner dicha información al alcance de accionistas minoritarios y posibles inversionistas.*

*A fin de poder desarrollar un eficiente mercado de valores se requiere que la formación de precios sea consecuencia de la interrelación adecuadamente informada de los distintos actores relevantes que les permita optar por un valor determinado o migrar hacia otros que les resulten más favorables.*

*La importancia de la información con la que cuenta un inversionista es tal, que la eficiencia de un mercado de valores se mide en función de cuán pronto se divulga la información necesaria para las decisiones de inversión.*

*Para tal efecto, se ha expresado que existen tres niveles de eficiencia respecto de un valor: (i) fuerte, en la que el precio de un valor se forma con toda la información del emisor, sea pública o privada; (ii) semifuerte, en la que el precio de un valor recoge toda la información actual y pública; (iii) débil, en la cual el precio de un valor se forma con la información pasada y el mercado no está diseñado para que la información disponible fluya rápidamente.”*

De la misma forma, y desarrollando el fundamento que respalda la existencia y necesidad del principio de transparencia de información en el mercado de valores, Lilian Rocca menciona:

*“La información en el mercado es necesaria en razón de la naturaleza de los bienes que se negocian en él (valores mobiliarios o instrumentos financieros), (...), en los que se requiere la información del emisor, sus funcionarios, la información financiera, etcétera, que no fluye a simple vista del valor mobiliario o instrumento financiero, sino que requiere un análisis previo.*

*La difusión de la información es una forma de garantizar la protección de los inversionistas, pues de esta manera contarán con elementos suficientes relevantes para tomar decisiones de inversión (comprar o vender un valor mobiliario).*

*En conclusión, transparencia en el mercado de valores, es sinónimo de información disponible para cualquier persona interesada en invertir.”*

Por otro lado, pero manteniendo la misma posición a favor de la transparencia en el mercado, autores como John C. Coffee, sostienen que es necesaria para mantener la eficiencia de los mercados. En efecto, el mismo John C. Coffee sostiene lo siguiente:

*“Sin embargo, los argumentos más fuertes para sostener un sistema obligatorio de revelación de información se basan en la eficiencia. (...) La lógica económica también apunta a la conclusión de que habría insuficiente investigación y verificación sobre valores en caso de no existir tal sistema. En este mundo, la colectivización de información a través de la SEC encuentra su mejor justificación en su uso como estrategia para asignar un uso más eficiente a los analistas de valores y a otros profesionales del mercado, eliminando la duplicidad y haciendo posible para ellos, marginalmente, cubrir empresas más pequeñas.*

*(...) En breve, un sistema obligatorio de revelación de información debería reducir los costos de agencia promedio del gobierno corporativo. En la medida en que esta reducción se produzca, incluso los inversionistas plenamente diversificados se benefician porque, en efecto, estamos reduciendo un elemento del riesgo sistemático que la diversificación del portafolio, por sí misma, no puede eliminar. Así, ni la teoría de agencia ni la de portafolio, si se aplican adecuadamente, nos conducen o conclusiones inconsistentes con la posible conveniencia de un sistema obligatorio de revelación de información.*

*Finalmente, aunque la semejanza al carácter de bien público de la investigación sobre valores no pueda justificar un subsidio ilimitado para*

*estas investigaciones, aún no se ha llevado a cabo un análisis costo beneficio cuidadoso que reconozca la probabilidad de fallas en el mercado debido a las características especiales de la investigación sobre valores.”*

En efecto, para algunos autores, dentro de los elementos básicos que garantizan la eficiencia de los mercados de valores y, adicionalmente, la protección de los inversionistas, está obligatoriamente la transparencia de la información. Al respecto, Serra Puente-Arno menciona lo siguiente:

*“A través de la transparencia se persigue, de un lado, que "los inversores tengan la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que toman son los resultados de su propia decisión", a través del previo análisis de la información disponible en el mercado en relación con la operación que pretenden realizar. (...) la transparencia es un elemento esencial en la eficiencia de los mercados a través de la formación óptima de los precios.*

*(...)*

*La única forma de que una persona pueda representarse adecuadamente el grado de cumplimiento de sus expectativas sobre activos financieros o la realidad jurídico-económica de éstos será a través de la información. Es decir, la adquisición de un activo financiero por parte de un inversionista requerirá necesariamente de información en relación con sus características y la situación financiera de su emisor, sus productos o servicios, sus niveles de mercado, su administración, sus hechos de importancia entre otros; si es que se quiere garantizar a los inversionistas una decisión adecuada respecto de la operación que se propone efectuar. (...) La transparencia constituye la clave para fijar los precios existentes y, por ende, es además el punto principal del concepto de mercado eficiente.*

*Un mercado eficiente es "aquél en el que la interacción de un gran número de compradores y de vendedores da como resultado precios que reflejan toda la información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian y que reaccionan de manera virtualmente instantánea para reflejar la nueva información tan pronto como ésta se hace disponible". Por el contrario, en un mercado ineficiente "la nueva información se refleja sólo gradualmente en los precios el cambio de precios resultante se produce sólo gradualmente(...). En consecuencia, algunos compradores y vendedores pueden usar esa información en su provecho".*

*En otras palabras, siguiendo a Jones un mercado eficiente es aquél donde los precios de los valores reflejan rápida y completamente toda la información disponible. En tal sentido, un mercado eficiente supone que los inversionistas asimilarán toda la información pertinente de los precios al tomar sus decisiones de compra y venta. Por lo tanto, el precio actual*

*de una acción (o un valor) refleja toda la información conocida que incluye no sólo la información previa, sino también la información actual, así como los eventos que están siendo anunciados y que serán realizados próximamente.”*

Sobre la base de todo lo mencionado anteriormente, no queda duda sobre la importancia que tiene en nuestro mercado de valores la transparencia de la información. Sin embargo, no se puede dejar de lado y, consecuentemente, obviar, el hecho que, con la legislación actual, que consagra el principio de total transparencia en el mercado de valores, muchas de las empresas bajo su ámbito de supervisión no se encuentran en posibilidades de cumplir con un régimen de remisión de información tan estricto y sofisticado. Prueba de ello es la enorme cantidad de infracciones y sanciones impuestas<sup>2</sup> por la SMV.

Como solución a ello, se ha propuesto la creación del Mercado Alternativo de Valores, un régimen especial aprobado *“diseñado para facilitar el financiamiento de empresas medianas y pequeñas, el cual cuenta con menores exigencias en comparación con las del régimen general y se caracteriza por tener un régimen flexible y sencillo, con incentivos para que empresas nuevas y en crecimiento obtengan financiamiento para poder expandir sus operaciones.”* (Rocca : 76). Sin embargo, no ha sido lo suficientemente atractivo para el mercado.

En efecto, complementando lo señalado anteriormente, es fundamental mencionar que la importancia de contemplar el principio de absoluta transparencia en la regulación local del mercado de valores, así como los beneficios que dicha contemplación ofrece, se encuentran también considerados en diversos mecanismos de *soft law*, es decir, normas que no son de obligatorio cumplimiento, pero que pueden ser tomados en cuenta por los reguladores locales, al momento de implementar la normativa.

En el caso que nos ocupa, resulta relevante revisar y tomar en cuenta las disposiciones y principios contemplados en los Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés), que señalan expresamente lo siguiente, al desarrollar el concepto de protección de los inversores como uno de los tres (3) objetivos principales de la regulación de los mercados de valores:

*“Los inversores deberán estar protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el mal uso de información privilegiada, la utilización en beneficio del propio intermediario de las instrucciones del cliente (“front running”) y los abusos en el uso de los activos de dichos clientes.*

*El medio más importante para garantizar la protección de los inversores es la difusión de información relevante y suficiente para la toma de*

---

<sup>2</sup> [https://www.smv.gob.pe/Frm\\_Sanciones\\_emp?data=EBBA8F91BD28D1235CD73F9BBD6F6CF612DDEE764D](https://www.smv.gob.pe/Frm_Sanciones_emp?data=EBBA8F91BD28D1235CD73F9BBD6F6CF612DDEE764D)

*decisiones. De este modo, los inversores pueden evaluar los riesgos potenciales y los beneficios de sus inversiones y, de esta manera, proteger mejor sus propios intereses. Como componentes clave de los requisitos de difusión y publicidad de la información, deberán existir normas de contabilidad y auditoría de una calidad elevada e internacionalmente aplicable.”*

En efecto, de acuerdo a lo mencionado por la misma Organización Internacional de Comisiones de Valores, lo señalado anteriormente, justamente es una herramienta para permitir y garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, tal como se expone a continuación:

*“La regulación deberá tender a asegurar que los inversores puedan acceder de manera justa tanto al mercado como a la información de dicho mercado o a información sobre los precios. La regulación también deberá promover unas prácticas en el mercado que aseguren el tratamiento justo de las órdenes y un proceso de fijación de precios que sea fiable.*

*En un mercado eficiente, la difusión y publicación de información relevante es puntual y generalizada, lo cual se refleja en el proceso de formación de precios. La regulación deberá promover la eficiencia en el mercado.”*

Asimismo, es que dicha entidad que emite los Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores, sostiene que la transparencia puede definirse como *“el grado en que la información sobre negociación (tanto previa como posterior a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real (...) en ese sentido, la regulación deberá garantizar los máximos niveles de transparencia”*.

En efecto, tal como se puede apreciar, tanto la legislación nacional como los mecanismos de *soft law* a nivel internacional, coinciden plenamente en que la regulación debe promover niveles máximos de transparencia, con lo cual, es consecuentemente un problema que atenta contra dicho objetivo, el tener un mercado en que, tal como hemos demostrado previamente, existen bastantes sanciones interpuestas por la autoridad reguladora – SMV – precisamente por incumplimientos a las obligaciones de publicidad de información a las que se encuentran sujetas las empresas bajo supervisión de la SMV.

En efecto, a manera de ejemplo, a continuación se expone un caso real y reciente (del mes de abril del presente año 2021) en el que una de las empresas sujetas a supervisión de la SMV ha incumplido una obligación de publicación de información, bajo la modalidad de hechos de importancia, de conformidad con la normativa aplicable.

- a. La empresa “A” (tal como se definirá para efectos del presente caso), remitió a la SMV el 13 de septiembre del 2019, y bajo la modalidad de hecho de importancia, la comunicación en virtud de la cual comunica al mercado el inicio

de labores de auditoría desarrolladas por su sociedad de auditores, Paredes, Burga y Asociados Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada (en adelante, los “Hechos”).

- b. La SMV, en su labor de supervisión de cumplimiento normativo, identificó los Hechos descritos en el numeral anterior.
- c. Tras analizar el caso, la SMV advirtió que existió una demora en comunicar los Hechos. En efecto, de acuerdo a la normativa aplicable, consistente en el Reglamento de Hechos de Importancia, aprobado por Resolución N°005-2014-SMV/01, se señala expresamente que los Hechos constituyen y tienen la calidad de hechos de importancia, con lo cual, deben ser comunicados a la SMV y en general, al mercado, el mismo día ya sea de su ocurrencia o de la fecha en que tomen conocimiento de los mismos.
- d. Lo mencionado anteriormente, debió suceder el día 17 de junio del 2019, que fue la fecha en que se acreditó debidamente que iniciaron las labores de auditoría, por lo que la empresa A, debió comunicar los Hechos a la SMV, el mismo día 17 de junio del 2019.
- e. Como se puede apreciar, existió una demora de cincuenta y siete (57) días calendario, es decir, casi dos (2) meses, en comunicar los Hechos.
- f. Como resultado del procedimiento administrativo sancionador iniciado por la SMV, la empresa A, a pesar de acogerse a beneficios de admisión de infracción y reducción de multa por pronto pago, fue sancionada en abril del presente año 2021 por la SMV por la suma de S/6,489.00 (Seis Mil Cuatrocientos Ochenta y Nueve y 00/100 Soles).
- g. Todo lo descrito anteriormente, consta en la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N°025-2021-SMV/11, públicamente disponible en el portal web institucional de la SMV.

Resulta ser que la empresa A del caso expuesto, es la empresa Alicorp S.A.A., una de las sociedades más grandes del Perú y que, por lo tanto, sí cuenta con los recursos suficientes para poder cumplir con sus obligaciones de publicidad de información, de conformidad con la normativa aplicable. En efecto, Alicorp S.A.A., es una empresa con un capital social ascendente, a la fecha, a la suma de S/847'191,731.00 (Ochocientos Cuarenta y Siete Millones Ciento Noventa y Un Mil Setecientos Treinta y Un y 00/100 Soles), con una ganancia neta únicamente en el primer trimestre del 2021 (la más actualizada posible), de S/134'241,000.00 (Ciento Treinta y Cuatro Millones Doscientos Cuarenta y Un Mil y 00/100 Soles).

A pesar de todos los recursos con los que cuenta, Alicorp S.A.A. es una empresa que ha tenido más de una sanción por incumplimientos de obligaciones de publicidad de información a las que se encuentra sujeta, de conformidad con la normativa aplicable.

Existen otras empresas que, por tener recursos menores, llegan a tener hasta más de veinticinco (25) sanciones impuestas por este mismo tipo de infracciones.

#### 4. TERCER CAPÍTULO – PROPUESTA DE SOLUCIÓN:

En función de lo mencionado anteriormente, se tiene que la total transparencia en la regulación del mercado de valores, la misma que, en el Perú, está compuesta por las obligaciones de publicidad de información a las que se encuentran sujetas las empresas supervisadas por la SMV, incluyendo pero sin limitarse a la regulación sobre hechos de importancia contemplada en el Reglamento de Hechos de Importancia, aprobado por Resolución N°005-2014-SMV/01, es fundamental para el funcionamiento del mismo, con lo cual, no resulta conveniente proponer una modificación consistente en la incorporación y creación de un régimen simplificado de transparencia de información, que reduzca las obligaciones de publicidad a las que actualmente se encuentran sujetas las empresas referidas anteriormente.

En ese sentido, se ha identificado como una propuesta de solución, a la adopción de mecanismos normativos (*hard law*) a nivel de regulación nacional que, sin tener que modificar la regulación actual, permita conseguir el objetivo permitido, cual es, que empresas supervisadas por la SMV incrementen su nivel de cumplimiento normativo, en material de obligaciones de publicidad de información.

Los mecanismos normativos referidos en el párrafo anterior, consistirían a la incorporación en la Ley del Mercado de Valores, de la obligación que todas las empresas que se encuentren sujetas a la supervisión y regulación de la SMV, cuenten por lo menos con:

- (i) Un (1) Director Independiente en su Directorio si es que su Directorio está compuesto por tres (3) Directores; y,
- (ii) Dos (2) Directores Independientes en su Directorio si es que su Directorio está compuesto por más de tres (3) y menos de seis (6) Directores.
- (iii) Tres (3) Directores Independientes en su Directorio si es que su Directorio está compuesto por seis (6) o más Directores.

Asimismo, se propone incluir que el cargo de Director Independiente, sea obligatoriamente remunerado, pero que todas las empresas tengan libertad absoluta en definir el monto de dicha remuneración.

Al respecto, de acuerdo a lo señalado en el numeral 2.2 del Artículo N°2 del Reglamento de Vinculación, Propiedad Indirecta y Grupo Económico, aprobado por Resolución N°019-2015-SMV/01, se debe entender como Director Independiente a *“aquellos seleccionados por su trayectoria profesional, honorabilidad, suficiencia e independencia económica y desvinculación con la sociedad, sus accionistas, directores o principales funcionarios y que cumplan los criterios adicionales que pueda*



*establecer la Superintendencia del Mercado de Valores mediante norma de carácter general.”*

A mayor abundamiento, de acuerdo a los Lineamientos para la Calificación de Directores Independientes, aprobados por la Resolución SMV N°016-2019-SMV/01 (los “Lineamientos”), se señala que son criterio para ser calificado como Director Independiente, los siguientes:

a. Contar con experiencia profesional, y solvencia moral y económica.

Sobre el particular, en los Lineamientos se señala que para efectos de acreditar el cumplimiento de lo señalado anteriormente, se debe acreditar el cumplimiento de los siguientes requisitos mínimos:

- Contar con experiencia profesional según los requisitos fijados por la sociedad, la misma que deberá evidenciarse en la hoja de vida de cada Director Independiente.
- Contar con prestigio y solvencia moral. La solvencia moral comprende presentar una trayectoria de cumplimiento de principios éticos y buenas prácticas comerciales y corporativas, como, por ejemplo, no tener sentencia firme impuesta por una autoridad judicial nacional o extranjera, por la comisión de delitos dolosos, ni encontrarse en la lista OFAC, emitida por la Oficina de Control de Activos Extranjeros del Departamento de Tesoro de los Estados Unidos de América (OFAC), en la cual se incluyen países, personas y/o entidades, que colaboran con el terrorismo y el tráfico ilícito de drogas; entre otros que pueda fijar la sociedad.
- Contar con solvencia económica. Para estos efectos, de acuerdo a lo señalado expresamente en los Lineamientos, se considera que cuentan con solvencia económica: (i) Los que no registren deudas vencidas por más de ciento veinte (120) días calendario o en cobranza judicial, en ambos casos, mayores a dos (2) UIT u otro criterio que determine la sociedad; (ii) Los que no tengan más del cincuenta por ciento (50%) de su patrimonio afectado por medidas cautelares derivadas de procesos judiciales o procedimientos administrativos; (iii) Los que no se encuentren con más del cincuenta por ciento (50%) de sus deudas con categoría de clasificación dudosa, pérdida u otra equivalente, en alguna empresa del sistema financiero o en alguna central de riesgo, nacional o extranjera.

b. Estar desvinculado a la sociedad, sus accionistas y directivos.

Para tal efecto, en virtud de lo dispuesto en los Lineamientos, se debe acreditar puntualmente el cumplimiento de los siguientes requisitos:

- No ser accionista en un porcentaje mayor al uno por ciento (1%) del capital social de la sociedad, no tener la capacidad de ejercer el derecho de voto en

- dicho porcentaje ni contar con acuerdos que le permitan ejercer el derecho a adquirir acciones de la sociedad en dicho porcentaje.
- No ser Director, miembro de la Alta Gerencia o empleado de la sociedad o de una empresa de su mismo grupo económico o en alguna empresa que sea accionista de la sociedad con participación igual o mayor al cinco por ciento (5%) de su capital social.
  - No haber sido Director, miembro de la Alta Gerencia, empleado de la sociedad, de una empresa de su mismo grupo económico o en alguna empresa accionista de la sociedad con participación igual o mayor al cinco por ciento (5%) de su capital social, salvo que hubieran transcurrido tres (3) años, desde el cese en esa relación. Dicha restricción no aplica en el supuesto de que se trate de un Director que ha tenido la condición de independiente en los últimos tres (3) años.
  - No tener o haber tenido en los últimos tres (3) años una relación de negocio comercial o contractual, directa o indirecta, y de carácter significativo, con la sociedad o cualquier otra empresa de su mismo grupo económico.
  - No ser cónyuge, ni mantener una unión de hecho, de conformidad con el artículo 326 del Código Civil o norma que lo sustituya o mantener una relación análoga de afectividad, ni tener relación de parentesco por consanguinidad o por afinidad hasta el segundo grado, con accionistas con participación igual o superior al cinco por ciento (5%) de su capital social, miembros del Directorio o de la Alta Gerencia de la sociedad.
  - No ser Director o miembro de la Alta Gerencia de otra empresa, en la que algún Director o miembro de la Alta Gerencia de la sociedad sea parte del Directorio, salvo que este último sea Director independiente de la sociedad.
  - No ser o haber sido durante los últimos tres (3) años, socio o empleado de la sociedad que presta servicios de auditoría externa a la sociedad o a cualquier otra sociedad de su grupo económico.
- c. No participar simultáneamente como Director Independiente en más de cinco (5) sociedades que tengan al menos un valor inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV. Excepcionalmente, un Director Independiente podrá mantener dicha condición en más de cinco (5) empresas con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV, en el supuesto de que todas ellas pertenezcan a un mismo Grupo Económico, de conformidad con las disposiciones del Reglamento de Vinculación, Propiedad Indirecta y Grupo Económico, aprobado por Resolución N°019-2015-SMV/01.
- d. No tener más de diez (10) años continuos o alternados durante los últimos quince (15) años, como Director Independiente de la sociedad o de alguna empresa de su Grupo Económico, de conformidad con las disposiciones del Reglamento de Vinculación, Propiedad Indirecta y Grupo Económico, aprobado por Resolución N°019-2015-SMV/01

Lo mencionado anteriormente, permitirá contar con un elemento independiente, el mismo que, al no estar involucrado ni vinculado internamente con la respectiva empresa, podrá aportar el valor suficiente, para efectos de elevar el estándar de

cumplimiento normativo en materia de obligaciones de publicación de información al mercado. En efecto, de acuerdo a lo señalado por la SMV en los Lineamientos, existe *“literatura sobre el impacto favorable y cuantitativo que supone para las sociedades tener un buen gobierno corporativo”*, con lo cual, en concordancia con lo señalado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos – OCDE, los Directores Independientes *“pueden contribuir de manera sustancial al proceso decisorio de este órgano y aportar un punto de vista objetivo a la evaluación de los resultados del mismo órgano y de la dirección”*.

En efecto, como se puede observar, el rol de las empresas es fundamental a la hora de designar al Director Independiente lo que, consecuentemente, tiene repercusiones en el estándar de cumplimiento normativo en materia de publicidad de información. Al respecto, complementando lo señalado anteriormente, en el Capítulo V de los Lineamientos, se menciona que *“la sociedad es responsable por la difusión de la información referida a la adopción y funcionamiento de las prácticas o principios de buen gobierno corporativo; asimismo, tiene participación en la calificación del Director como independiente y resulta relevante que esté oportunamente informada acerca de si la persona designada deja de cumplir con alguno de los criterios que se indican en estos lineamientos”*.

De la misma forma, se entiende que un actuar diligente de las empresas, implica que esta últimas implementen mecanismos que les permitan conocer el grado de cumplimiento de los estándares esperados, por ejemplo, a través de compensaciones o mecanismos análogos a favor de los Directores Independientes.

Al respecto, es importante señalar que este criterio ha sido adoptado a nivel internacional, también a nivel Latinoamericano, por medio de los *“Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo”* (los *“Lineamientos CAF”*), los mismos que señalan que *“El Director Independiente tiene la misión de velar por los intereses generales de la sociedad, con el conjunto de intereses difusos que concurren en ella, y, por exclusión, por los intereses de los accionistas minoritarios”*.

Sobre el particular, un mecanismo adoptado por los Lineamientos CAF para efectos de acreditar la independencia de – valga la redundancia – los Directores Independientes, es la *“Declaración de Independencia”* que deben suscribir con ocasión de su nombramiento, al ser *“una obligación activa del candidato de declarar pública y explícitamente que es independiente, tanto frente a la propia sociedad, como frente a sus accionistas y directivos, con deber expreso de indicar cualquier factor o hecho que a ojos de un tercero pueda poner en entredicho dicha independencia”*.

## **5. CONCLUSIONES:**

Sobre la base de todo lo mencionado anteriormente, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- a. En la actualidad, en el Perú existe un problema real respecto del cumplimiento de la regulación en materia de obligaciones de publicidad de información, por parte

de las empresas sujetas a supervisión y regulación de la SMV, en el sentido que no cumplen con el nivel de cumplimiento necesario que el estándar de transparencia total exige, por diversos motivos.

- b. De acuerdo a la revisión tanto de la legislación interna, como de los mecanismos internacionales de *soft law*, se tiene que el respecto y vigencia del principio de transparencia total de la información es fundamental, para el correcto funcionamiento del mercado de valores.
- c. En línea con lo mencionado en el acápite precedente, realizar una modificación a la regulación actual del mercado de valores, en el sentido de incorporar y crear un nuevo régimen simplificado de obligaciones de publicidad de información para las empresas sujetas a supervisión y regulación de la SMV no es una alternativa viable, en la medida que atenta directamente contra el principio de transparencia total de la información.
- d. Consecuentemente, se propone como solución la modificación de la normativa actual del mercado de valores, pero no en lo que se refiere a las obligaciones de publicidad de información para las empresas sujetas a supervisión y regulación de la SMV, sino que, por lo contrario, se propone incorporar una obligación en la Ley del Mercado de Valores, con el objeto que todas las empresas que se encuentren sujetas a la supervisión y regulación de la SMV, cuenten por lo menos con un número determinado de Directores Independientes, de conformidad con lo señalado en el capítulo precedente.

Al respecto, en este punto es importante señalar que, si bien en la legislación Peruana no existe norma que obligue a contar con un Director Independiente, el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, se plantea que las sociedades anónimas abiertas, que son, de acuerdo con la propuesta, aquellas sociedades que tienen la totalidad o al menos una clase de acciones inscritas en Rueda de Bolsa o en alguna Bolsa de Valores organizada en el Perú, cuenten con un Directorio integrado por al menos cinco (5) personas, de las cuales el veinte por ciento (20%) de ellas debe ser necesariamente independiente.

En ese sentido, consideramos que también es viable extender esta propuesta a todas las sociedades que cuenten con algún valor inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores y que, consecuentemente, estén bajo supervisión y regulación de la SMV.

- e. Lo señalado anteriormente, permitirá conseguir el objetivo perseguido de una forma eficiente, es decir, incrementar el nivel de cumplimiento normativo en materia de obligaciones de publicidad de información, sin perjudicar el principio de transparencia total de la información, de conformidad con los alcances desarrollados en el capítulo precedente.

## 6. BIBLIOGRAFÍA:

- Constitución de la República del Perú.
- Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Supremo N°093-2002.
- Reglamento de Hechos de Importancia, Resolución N°005-2014-SMV/01.
- Reglamento de Vinculación, Propiedad Indirecta y Grupo Económico, Resolución N°019-2015-SMV/01.
- Reglamento de preparación de información financiera de la SMV, Resolución N°016-2015-SMV/01.
- Diagnóstico del Mercado de Valores Peruano. Rafael Alcázar. Advocatus N°19.
- El Marco Jurídico del Mercado de Valores, Fernando Vidal Ramírez. Themis N°40.
- Las Fallas del mercado, y el argumento económico a favor de un sistema obligatorio de revelación de información, John C. Coffee.
- Responsabilidad del Estructurador en las Ofertas Públicas Primarias de Valores: Limitaciones y Due Diligence Defense. Juan Luis Hernández Gazzo y Gianina Gotuzzo Oliva. Themis 49.
- Fusiones, Adquisiciones y la Información en el Mercado de Valores. Jose Antonio Payet Puccio. Themis 54.
- Consideraciones iniciales sobre los procesos de emisión de deuda en el mercado de capitales internacional. Rafael Lengua Peña. Derecho & Sociedad N°47.
- Cuando las apariencias engañan: Especulación y Manipulación en el Mercado de Valores. Narghis Torres. Themis 40.
- Financiamiento Empresarial a través de la emisión de valores: Ventajas, desventajas y perspectivas. Sergio Salinas Rivas. Themis N°37.
- Divulgación Obligatoria y la Protección a los Inversionistas. Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel. Virginia Law Review N°70.
- La Oferta Pública Primaria de Valores. Ezio Piaggio Torre Tagle. Themis N°40.
- Integridad y Manipulación en el Mercado de Valores. Jose Antonio Payet Puccio y Susan Castillo Loo. Derecho & Sociedad N°32.
- Mejorando el Gobierno Corporativo: OPA's, mercado de control y mercado de valores en el Perú. Ricardo Postigo Bazán. Ius Et Veritas N°24.
- Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20.
- Una propuesta modesta para un mejor Gobierno Corporativo. Martin Lipton y Jay W. Lorsch. Themis N°59.
- El Mercado de Valores en Fácil. Lilian Rocca. Colección lo Esencial del Derecho 12.
- Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas realizado por el Comité de Actualización de los Principios de Buen Gobierno corporativo para las Sociedades Peruanas, 2013.
- Manual de Especificaciones para el envío de información de la Bolsa de Valores de Lima S.A. y CAVALI S.A. ICLV, relacionada al mercado integrado, a través del enrutamiento intermediado, aprobada por Resolución de Gerencia General N°012-2011-EF/94.01.2.
- Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo.
- Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, 2002.
- Microeconomía. Robert Pyndyck y Daniel Rubinfeld, 2001. Madrid, Prentice Hall.
- Información Asimétrica: selección adversa y riesgo moral. Luis Geraldo Gómez, 2008. Actualidad Empresarial, 170, IX.1-1X.4.

- El mercado de valores en el Perú. Geraldo Serra Puentes-Arnan, 2002. Segunda Edición. Lima: Cultural Cuzco.
- Manual del mercado de capitales. Procapitales, 2014. Primera Edición. Lima: Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales.
- Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), 1998.
- Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N°025-2021-SMV/11, públicamente disponible en el portal web institucional de la SMV, de fecha 5 de abril del 2021.

