

¿CUALQUIER PARECIDO CON LA REALIDAD ES SIMPLE COINCIDENCIA? LA CONCERTACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

NARGHIS TORRES

Abogado por la Universidad Mayor de San Marcos.
Master in Laws (LLM) por la Universidad de Chicago.

SUMARIO :

- I. Introducción. - II. Replanteando el concepto de concertación: 1. Precisiones conceptuales;
2. Análisis económico de la concertación; 3. La concertación en el derecho. - III. Prueba de la concertación:
 1. La valoración en el derecho; 2. Concertación, probabilidad y derecho: 2.1. El rol de la carga de la prueba;
 - 2.2. El rol de las presunciones e indicios; 2.3. ¿En qué casos es razonable establecer una presunción de ilegalidad?;
 - 2.4. La configuración de la concertación: ¿se debe tener un criterio amplio o restringido para identificarse y configurar conductas de colusión o conspiración en el mercado de valores? - IV. La sanción de la concertación:
 - I. ¿Debe sancionarse la concertación en el mercado de valores como tal?; 2. Forma de sanción en la concertación. - V. Política regulatoria y concertación: 1. El rol de la revelación de la información; 2. Otros aspectos relevantes. - VI. El caso Backus: ¿oportunidad perdida o crónica de la muerte anunciada del procedimiento sancionador por concertación?: 1. La denuncia; 2. Indicios de concertación e inicio del procedimiento sancionador; 3. Los descargos de los supuestos infractores; 4. Los desistimientos: primera parte; 5. El Oficio 219-2002-EF/94.10 del Presidente del Directorio de CONASEV; 6. Los desistimientos: segunda parte; 7. El Informe 037-2003-EF/94.95 de la Gerencia de Mercados y Emisores; 8. La Resolución 034-2003-EF/94.12 del Tribunal Administrativo de CONASEV. - VII. Conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN

Supongamos que usted es representante de una empresa que ha adquirido una participación en una compañía que tiene sus acciones listadas en bolsa. Luego de efectuada la transacción, recibe un requerimiento de información del organismo regulador del mercado de valores para que "precise" aspectos de dicha adquisición. Días después de haber contestado dicho requerimiento recibe otra comunicación del regulador en la que se le dice que "se ha podido establecer que su representada, en actuación concertada", habría realizado la referida adquisición sin efectuar una Oferta Pública de Adquisición (OPA).¹

Lo anteriormente expuesto ocurrió en el denominado caso Backus, que consistió en el enfrentamiento corporativo entre las empresas Bavaria, Polar y Cisneros por la toma de control de la referida empresa cervecera nacional, lo que a efectos del presente artículo nos da la oportunidad de plantearnos el tema de la concertación en el mercado de valores y así determinar, por ejemplo: ¿cuándo se produce una actuación concertada en el mercado de valores? ¿cómo se debe valorar una actuación concertada? ¿se debe sancionar toda concertación que se realice en el mercado de valores? ¿quién está en mejor capacidad para resolver estos casos?

Considero que el tema es particularmente relevante y controvertido, más allá del caso Backus, porque una conducta como la anteriormente descrita no sólo acarrearía una eventual sanción por no haber realizado la referida OPA -que de por sí es muy severa-², sino que el hecho de supuestamente haber concertado podría tener otras consecuencias, como el incremento de la sanción, la eliminación de la presunción de inocencia o de la necesidad de probar si se causó o no un daño al mercado o, incluso, el traslado de la carga de la prueba del regulador al supuesto

¹ Así ocurrió en el reciente Caso Backus, según se señala en: *Trujos Abogados*. En: *Semana Económica*, Año 18, No. 842, 21 de Octubre de 2002, p. 14.

² Al respecto, se debe tener presente que el artículo 4 del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición de Valores y de Compra de Valores por Excepción, aprobado mediante Resolución CONASEV 630-97-EF/94.10, modificado por la Resolución CONASEV 088-2000-EF/94.10, precisa que "[(f) a obligación de efectuar una OPA también se genera si la adquisición de participación significativa se pretende realizar a través de personas que forman parte o controlan un Grupo Económico, o a través de la actuación concertada de dos o más personas, aun cuando no forman parte de un mismo Grupo Económico" (el resultado es nuestro).

infractor. En consecuencia, resulta pertinente examinar por qué el tema de la concertación adquiere tal importancia y podría merecer un tratamiento como el señalado.

Al respecto, en el presente artículo sostengo que, en principio, la concertación en el mercado de valores no debe ser sancionada en el sentido de presumirse su ilegalidad, independientemente de si se causa o no una violación normativa o un perjuicio al mercado de valores, salvo en cuatro casos que por su gravedad y actual o potencial efecto pernicioso en el mercado de valores justifican imponer sanciones severas o reducir los estándares probatorios para acreditar su existencia o trasladar la carga de la prueba en perjuicio del supuesto infractor. Estos casos son concertar para: (i) financiarse en el mercado de valores mediante fraude; (ii) evitar de manera ilegal realizar una oferta pública (por ejemplo una OPA); (iii) manipular el precio de un valor; o, (iv) no revelar información que los participantes en el mercado de valores se encuentran obligados a proporcionar (como información contable y financiera o de Hechos de Importancia). En estos casos considero que se justifica establecer una presunción de ilegalidad de dicha concertación y trasladar la carga de la prueba al supuesto infractor, sin que para ello sea necesario establecer previamente si efectivamente se produjo un perjuicio para un tercero o el mercado.

De otro lado, opino que en el mercado de valores puede existir "concertación" incluso sin que exista un acuerdo expreso entre dos o más partes, siendo por ejemplo suficiente para su configuración proporcionar o intercambiar información que de acuerdo a las circunstancias permita a una parte actuar o no de una manera determinada y que dicha acción u omisión infrinja las normas y principios que regulan el mercado de valores en beneficio de alguna de las partes o de ambas.

Asimismo, opino que debido a la diversidad de conductas que pueden dar origen a una concertación, así como a las características propias de cada mercado en que se realizan, la existencia y efectos de la concertación en el mercado de valores debe apreciarse caso por caso y su análisis y valoración debe hacerse en base a estándares y no respecto de una relación taxativa de conductas.

También sostengo que la forma más eficiente y efectiva de regular la concertación en los cuatro casos anteriormente mencionados es mediante la presunción de la actuación concertada ante la existencia de indicios razonables, así como mediante la revelación de información a través de la regulación de los denominados Hechos de Importancia. Ello permitirá que el mercado (analistas, prensa especializada, competidores, etc.) tenga una participación activa en el monitoreo de las referidas prácticas concertadas ilegales.

Finalmente, sostengo que quien debe encargarse de resolver la existencia y sanción de conductas concertadas en el mercado de valores, es la autoridad administrativa encargada de su supervisión, debido al nivel de especialización que requiere su resolución y que sólo por causales muy puntuales el Poder Judicial debería poder modificar dicha decisión.

II. REPLANTEANDO EL CONCEPTO DE CONCERTACIÓN

1. Precisiones conceptuales

Para empezar, es importante señalar qué es lo que se entiende por concertación, es decir, si estamos ante un concepto unívoco o si varía dependiendo de sus consecuencias o de las circunstancias que rodean su comisión. Y esto es relevante no sólo por un tema de rigurosidad o claridad conceptual, lingüística o académica, sino porque nos permitirá determinar si todas las formas de concertación tienen la misma denominación o efectos, si se refieren a prácticas o conductas similares o si conviene diferenciarlas para poder distinguir aquellas que hacen referencia a prácticas razonables o justificadas respecto de otras que conviene que sean desincentivadas.

Otra razón para precisar la utilización que se viene dando al referido término es que ciertas palabras -como "concertación"- pueden tener o se les puede otorgar en algunos casos una

connotación negativa que puede ser utilizada para descalificar conductas -o competidores- colocando un "estigma" para hacer que cualquier análisis y valoración de una actuación concertada se haga con un prejuicio negativo o de condena.

En efecto, imagine al lector que lee una noticia en la que se dice: "*Las empresas A y B han celebrado una alianza estratégica*". Como se sabe, una alianza estratégica no es otra cosa que un acuerdo de colaboración empresarial. En consecuencia, la valoración de esta noticia o conducta probablemente sea positiva o en todo caso neutra (salvo que se trate de un competidor que pueda sentirse afectado por dicha alianza). En cambio, si la noticia fuese "*Las empresas A y B han concertado*", la aproximación a ella muy probablemente será hecha con un prejuicio negativo o, como mínimo, de suspicacia que afecta o puede afectar la valoración de los hechos y sus consecuencias.

En tal sentido, considero conveniente señalar que en Derecho toda definición debe expresar los efectos o consecuencias de los hechos o conductas que pretende describir o regular. Por ello, es importante que las palabras o términos que se utilicen para expresarlas no lleven a confusión, más aún si tenemos presente que muchas veces las palabras traen consigo, como he mencionado, cargas culturales, conceptuales o incluso ideológicas que pueden tratar de introducir prejuicios o confusiones en nuestro lenguaje -y razonamiento- legal.

Hecha esta precisión, lo primero a precisar es que el Diccionario de la Lengua Española define concertación como la "*acción y efecto de concertar*"; es decir, presupone la existencia de una conducta (acción de concertar) y las consecuencias de la misma (efecto de concertar). En tanto que de las diez acepciones contempladas en dicho diccionario, tres de las primeras son relevantes para el tema que nos ocupa: "*Ajustar, tratar del precio de algo*"; "*[p]actar, ajustar, tratar, acordar un negocio*"; y "*[l]lamar a identidad de fines o propósitos cosas diversas o intenciones diferentes*".³

Del análisis de las acepciones anteriores, se puede sostener entonces que no se requiere necesariamente acuerdo expreso, sino que es suficiente que existan tratativas para considerar la existencia del primer elemento de la concertación (acción de concertar). En segundo lugar, no se requiere que las partes involucradas actúen de una manera idéntica o similar, sino que es suficiente que coordinen o adecuen su acción para facilitar los objetivos de una o de ambas partes (efecto de concertar).

De otro lado, para efectos del presente artículo, no sólo es importante precisar el término "*concertación*", sino también es pertinente aclarar su similitud o diferencia con otros conceptos con los que usualmente se le suele confundir o usar de manera indistinta.

Así, por ejemplo, conceptualmente "*concertación*" no es lo mismo que "*colusión*". En efecto, de acuerdo con el Diccionario de la Lengua Española, "*colusión*" es definido como "*pacto ilícito en daño de tercero*".⁴ En tal sentido, conceptualmente no toda concertación puede ser considerada como "*colusión*", sino sólo aquella que sea considerada ilegal y se haga en perjuicio de un particular o del mercado de valores en general.

El *Black's Law Dictionary* define colusión como "*el acuerdo entre dos o más personas para engañar o privar a terceros de un determinado derecho o para lograr un propósito prohibido. Se presume la existencia de engaño o fraude y el uso de medios fraudulentos para alcanzar un propósito ilegal*".⁵

³ Real Academia Española, *Diccionario de la Lengua Española*. Vigésimo Segunda Edición, Tomo I, Madrid, 2001, p. 612. Voces: "*Concertación*" y "*Concertar*".

⁴ Loc. Cit., p. 395. Voz: "*Colusión*".

⁵ *Black's Law Dictionary*, 5th Edition, 1979, p. 264. Voz: "*Collusion*".

Por su parte, Cabanellas define colusión como *"[e]l convenio, contrato, inteligencia entre dos o más personas, hecha en forma fraudulenta y secreta, con objeto de engañar o perjudicar a un tercero"*.⁵

Finalmente, otro concepto que se suele usar indistintamente al de concertación es el de "conspiración", que es definido por el Diccionario de la Lengua Española como *"acción de conspirar (unirse contra un particular)"*, en tanto que precisa que "conspirar" es *"[u]nirse contra un particular para hacerle daño"*. De lo expuesto se puede concluir que conceptualmente el término conspiración tampoco es igual al de concertación, debido a que para que se configure la conspiración debe existir un elemento de daño que no necesariamente existe en la concertación. De otro lado, al igual que en el caso de la colusión, debe existir la unidad de propósito de causar dicho daño, en tanto que en la concertación sólo se requeriría una actuación coordinada o paralela, y no necesariamente un mismo objetivo. En tal sentido, el término "colusión" es similar al de "conspiración", y ambos difieren del de "concertación".

En razón de lo expuesto, en estricto, el término adecuado para referirnos a las conductas que el mercado de valores trata de limitar son indistintamente los de "colusión" o "conspiración", y no necesariamente el de "concertación". En tal sentido, existiría una concertación legal y una concertación ilegal, siendo estas últimas la colusión o la conspiración. Por ello, a lo largo de este artículo, cuando mencione concertación, me referiré a la concertación ilegal, es decir, a la colusión o conspiración.

2. Análisis económico de la concertación

Luego de haber precisado los alcances conceptuales de la concertación, considero importante que para poder regular la concertación y establecer un sistema óptimo de desincentivos y sanción, es útil previamente realizar un análisis económico de sus características.

Para empezar, la regulación de la colusión debe considerar su naturaleza y efectos económicos. Asimismo, para entender cómo se presenta y ocurre la colusión se debe entender aquello que buscan obtener los que se coluden.⁶

Así, desde el punto de vista económico, la concertación es un comportamiento oportunista conjunto que impone costos externos.

Asimismo, en términos económicos, la concertación facilita la comisión o ocurrencia del hecho perjudicial en dos maneras: por un lado, reduce los costos de la actividad, es decir, los costos de "producir" tal conducta. En efecto, como ocurre con cualquier actividad conjunta, reduce los costos al tomar ventajas de economías de escala, como de especialización. En tal sentido, hace posible una actividad que de otra forma hubiera sido más costosa o imposible. Por otro lado, reduce los costos indirectos de realizar tal actividad, debido a la baja probabilidad de detección o prevención o los de castigo.⁷

Respecto de estos dos costos, la teoría económica de desincentivos justifica que se impongan sanciones adicionales debido a los ahorros que generan ambas conductas. En tal sentido, desde el punto de vista económico y de mercado, los ahorros de costos directos hacen a las conductas ilegales más rentables, cual sea la probabilidad de detección, por lo que se justifica imponer altas penalidades para "netear" o reducir el beneficio adicional para el que cometa la infracción. Los costos indirectos también reducen la penalidad esperada. En consecuencia, imponer sanciones

⁵ CABANELLAS, Guillermo, *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*, Vigésima Edición, Tomo II, Editorial Heliasa, p. 206. Ver "Colusión".

⁶ COHEN, George M., *The Collusion Problem in Law*, University of Virginia School of Law, Legal Studies Working Paper No. 00-2, Enero 2006, p. 11.

⁷ COHEN, Op. Cit., p. 12.

altas por costos directos permite "netear" el beneficio adicional, mientras que respecto de los costos indirectos permite "netear" la reducida probabilidad de detección por los costos indirectos.

Finalmente, al momento de analizar cuál es la mejor manera de regular la concertación, también es importante determinar los costos de hacerla efectiva. Y en el caso de la concertación éstos son: costos del monitoreo (si existe una unidad o entidad encargada de monitorear el mercado), costos de la investigación de la concertación (sea por una denuncia o de oficio), costos del proceso y los costos para evitar la colusión de los funcionarios involucrados en todo lo anterior. Este enfoque permite apreciar dos riesgos que desafortunadamente siempre existen y que usualmente no son apreciados o tomados en cuenta al momento de regular la concertación: el que los funcionarios se coludan con posibles infractores y el que se tengan los recursos para efectivamente realizar el monitoreo -investigación- proceso de la concertación.⁹

3. La concertación en el Derecho

En el Derecho no existe una Teoría de la Concertación única o uniforme, en el sentido que existan categorías o lineamientos que se apliquen indistintamente y de forma similar a todos los casos y áreas del Derecho, sino que la regulación de la concertación se ha venido dando de manera sectorial. Así, el desarrollo de la teoría y regulación de la concertación ha ocurrido fundamentalmente en dos áreas del Derecho: el Derecho Penal y el Derecho Antimonopólico. Es en estas áreas donde se ha presentado un desarrollo doctrinario y jurisprudencial interesante, tanto a nivel conceptual como de estrategias para su identificación, prevención o sanción.

En efecto, tanto el Derecho Civil como el *common law* no han desarrollado una Teoría de la Concertación que sea aplicable a todas las áreas o especialidades del Derecho, sino que el tema de la concertación se ha ido desarrollando con mayor antigüedad y énfasis en dos áreas: el Derecho Penal y el Derecho Antimonopólico o *antitrust*.¹⁰ Y de estas áreas se han tomado una serie de principios, presunciones y estrategias que luego se han ido aplicando a otras áreas en las que también existen normas -aunque en menor medida- referidas al tema de la concertación, como son la regulación del mercado de valores, propiedad, garantías y reestructuración.¹¹

Por otro lado, la colusión se puede presentar entre miembros de empresas y terceros, lo que en general es objeto de estudio del Derecho Societario y de la teoría organizacional.¹² En el Derecho estadounidense el tema de la colusión dentro de las empresas y organizaciones es tratado dentro de un área de especialización del Derecho Societario conocida como *Agency law*¹³ y que actualmente ha recibido mayor atención como consecuencia del desarrollo del tema del "gobierno corporativo".

Luego de revisar la forma como se ha venido regulando la concertación, Cohen plantea que toda teoría de la colusión en un área específica del Derecho debe responder a cuatro preguntas: a) ¿cuáles son los fines o medios que resultan de la actividad colusoria?; b) ¿cómo o de qué forma la actividad colusoria hace que sus consecuencias sean más probables o más perjudiciales que de no ocurrir dicha actividad?; c) ¿qué tipo de pruebas pueden ser utilizadas para probar dicha

⁹ Mehmet Bac & Parimal Kanti Bag, *Law enforcement costs and legal presumptions*, Working Paper, 2006, p. 1.

¹⁰ Al respecto, por ejemplo, el artículo 1 de la Ley Antimonopolio Americana o *Sherman Act* expresamente señala que: "Every (...) conspiracy (...) in restraint of trade... is declared to be illegal". Asimismo, el artículo 2 de la misma regulación precisa que: "Every person who shall (...) conspire (...) to monopolize any part of (...) trade (...) shall be deemed guilty of a felony (...)".

¹¹ Véase: COHEN, Op. Cit., p. 10.

¹² Véase al respecto: TROLE, Juan, *On the role of collusion in organizations*. En: *Journal of Law and Economics and Organizations*, Vol. 2, 1986, pp. 181-182.

¹³ Véase: COHEN, Op. Cit., p. 12.

actividad colusoria?; particularmente, ¿en qué casos procede que se presuma el acuerdo y cómo se distingue acuerdos beneficiosos?; y, d) ¿qué sanciones o mecanismos de desincentivo o compensación existen? A lo largo del presente artículo se plantearán estos temas.

III. PRUEBA DE LA CONCERTACIÓN

1. La valoración en el Derecho

El primer tema relevante relacionado con la prueba de la concertación es la forma como se van a apreciar los hechos que la configuran. Lo que en Derecho se conoce como valoración.

Según Devis Echeandía, la valoración en el Derecho es una operación lógico-crítica, por la que se utiliza una regla de experiencia para deducir de un hecho material un argumento.¹⁴ Es decir, apreciar en base a nuestro conocimiento y experiencia un hecho y opinar si éste es "razonable" o se "ajusta" a ciertos criterios de conducta de una sociedad determinada.

En tal sentido, mediante la valoración se ponen en contexto los hechos y se permite apreciarlos considerando las características del medio en que se producen, la conducta de las partes involucradas, etc.

En la regulación peruana, lo anteriormente expuesto se halla recogido por el artículo 197 del Código Procesal Civil, en el que se precisa que la valoración de las pruebas debe hacerse en forma conjunta y mediante una apreciación razonada. Asimismo, valorar conductas es algo que los jueces y reguladores tienen la facultad de realizar. Es así que en el caso peruano, el artículo 282 del Código Procesal Civil faculta al juez a valorar la conducta procesal de las partes.

Por otro lado, se debe tener presente que la valoración tiene que ver con el debido proceso, siendo una característica de éste el ser oportuno y adecuado, tal como lo reconoce el artículo 39 de la Constitución Política; de lo contrario dicho proceso derivaría en arbitrario. En consecuencia, ninguna valoración debe ser arbitraria. Por ello es importante, tanto de manera general como para el caso específico del mercado de valores, desarrollar un marco conceptual y de lineamientos a efectos de que dicha valoración sea razonada y cumpla con los lineamientos anteriormente mencionados.

Así, por ejemplo, respecto del marco general, uno de estos lineamientos se encuentra establecido en el Artículo VII del Título Preliminar del Código Procesal Civil, que limita el ámbito de valoración al petitorio y hechos alegados, no pudiendo fundamentar el juzgador su decisión en otros elementos.

De otro lado, y en relación con la valoración específica de la concertación en el mercado de valores, el Derecho presupone que las personas son conscientes de las consecuencias de sus actos. Ello se fundamenta en el estándar del hombre razonable que, en el caso del mercado de valores, se ha desarrollado y conceptualizado como el estándar del inversionista razonable. En mi opinión, este estándar es uno de los que debe guiar la valoración de los indicios y presunciones que se consideren para la determinación de una conducta concertada.

2. Concertación, probabilidad y Derecho

2.1. El rol de la carga de la prueba

El tema de la carga de la prueba tiene dos aspectos. Por un lado, el tema de su "producción", es decir, el tener que reunir los elementos probatorios. Y el segundo aspecto es el de "persuasión", es decir, el lograr que dichos elementos probatorios sean interpretados o valorados de una

¹⁴ Véase DEVIS ECHEANDÍA, Hernán, *Teoría General de la Prueba Judicial*, Tomo II, 1984, pp. 611-613.

forma determinada o que logren los estándares requeridos por ley para probar o acreditar algo. Por eso, cuando se afirma que alguien tiene la "carga de la prueba", se está estableciendo que dicha persona deberá "producir" y "persuadir".

En efecto, de acuerdo a lo señalado por Gardner, la carga de la prueba tiene dos componentes: primero, la carga de presentar evidencia, de generar, de "armar" el caso, de lograr que un tema o aspecto sea considerado en un caso; por otro lado, la carga de convencer, de lograr que quien juzga o valora los hechos los vea en la forma que favorezca su posición o punto de vista.¹⁵

Es por ello que Taruffo considera a la prueba como un instrumento retórico con el que se pretende persuadir o como instrumento cognoscitivo que constituye la base de una decisión racional sobre la verdad de los hechos. Ello permite "*la elección racional de la versión de los hechos que puede definirse como verdadera*".¹⁶

Como se mostrará más adelante, las presunciones legales contienen disposiciones sobre carga de la prueba referidas a producción y persuasión.

Finalmente, en el caso de la concertación, soy de la opinión que sólo si existen como mínimo indicios que sugieran la existencia de concertación, se debe trasladar la carga de la prueba de su inocencia al supuesto infractor.

2.2. El rol de las presunciones e indicios

El tema de las presunciones legales en el caso de la concertación es muy importante, porque éstas van a tener un impacto en: a) los incentivos para cometer los actos ilícitos, b) la posibilidad misma que se configure la colusión y c) el costo de hacer efectivas las sanciones a la colusión.

Por su naturaleza, la concertación incrementa la probabilidad de ocurrencia del hecho ilegal y de su no detección/sanción. En tal sentido, es algo difícil de detectar y probar. En efecto, una de las características relevantes de toda concertación es que las personas que la realizan tratan de ocultar su realización u obstaculizar su detección. Es decir, buscan que no se conozca, que se mantenga en secreto. En consecuencia, una de las formas como el Derecho ha venido regulándola, a efectos de desincentivarla, ha sido mediante los indicios y presunciones como medios probatorios.

Como se sabe, los medios probatorios sirven para acreditar hechos o conductas. En el caso peruano ello ha sido recogido en el artículo 188 del Código Procesal Civil, en el que se señala que los medios probatorios tienen tres fines: a) acreditar hechos, b) producir certeza y c) fundamentar decisiones.

En efecto, como quiera que muchas veces respecto de dichos hechos y conductas no existen pruebas concluyentes, a efectos de demostrar la existencia de una concertación es razonable recurrir a los denominados sucedáneos de los medios probatorios, particularmente a los indicios y presunciones.

El indicio es un hecho material mientras que la presunción es una forma de razonar; razonamiento conclusivo. Los indicios que generan convicción plena son conocidos como indicios necesarios, mientras que los que para hacerlo requieren ser valorados conjuntamente con otros indicios o pruebas son conocidos como contingentes.

¹⁵ Bay & Kaml, Op. Cit., p. 2.

¹⁶ TARUFFO, Michele, *La Prueba de los Hechos*, Editorial Treves, Milán, 1992, p. 86.

Así, se ha señalado que "Un hecho se convierte en indicio cuando de su análisis individual o de su comparación con otros hechos puede deducirse, mediante una regla de experiencia o de principios científicos o técnicos, la existencia o inexistencia de un hecho desconocido".¹²

La teoría general de la prueba considera que el fin de los indicios es generar convicción plena. En mi opinión, en el mercado de valores ello debe entenderse de una manera más amplia, en el sentido que sólo es necesario que sea probable. Es decir, debe primar un cálculo de probabilidad, antes que una relación lógica de certeza.

Los indicios no necesariamente pueden ser exclusiva y específicamente relativos al caso respecto del cual se busca determinar una conducta concertada, sino que pueden referirse a establecer una relación entre las partes involucradas con otros hechos o partes. Ello, con el objeto de establecer patrones de conducta.

En el caso peruano, el empleo de sucedáneos de los medios probatorios se encuentra reconocido y regulado por el artículo 275 del Código Procesal Civil y son de aplicación supletoria en los procedimientos administrativos ante CONASEV en virtud de la Primera Disposición Final de dicho Código y el artículo 166 de la Ley del Procedimiento Administrativo General.

A mayor abundamiento, cabe precisar que, de acuerdo con nuestro ordenamiento, la prueba indiciaria tiene el mismo mérito que otro medio probatorio. También pueden desvirtuar valor probatorio de pruebas directas.

Por otro lado, los sucedáneos tienen la misma finalidad de los medios probatorios, es decir: a) corroborar, b) complementar y c) sustituir el valor o alcance de otros medios probatorios. En razón de lo expuesto, se puede producir certeza a través de los sucedáneos. Por tanto, los sucedáneos permiten un marco más flexible a dicha "certeza", lo matizan, nos llevan a la probabilidad razonable.

Teniendo presente lo expuesto, y debido a la naturaleza de la concertación, la prueba de ella generalmente será hecha mediante pruebas circunstanciales e indicios contingentes que deben ser apreciados en su conjunto. Los indicios contingentes expresan una relación de posibilidad, permiten presumir, en tanto que las pruebas permiten reconstruir.

En consecuencia, en el caso de la concertación no son necesarias pruebas concluyentes pero sí pruebas o indicios que hagan presumir la existencia de acuerdos. Por otro lado, debido a que es razonable suponer que las partes estructuran sus prácticas concertadas para que se haga difícil su detección, existen ciertas pruebas que deben cobrar mayor importancia. Una de ellas es la prueba de contactos relevantes entre ellas.

En cuanto a la presunción, ella debe ser razonada y razonable. Asimismo, para que ésta se pueda realizar debe existir un hecho indicador o indicio debidamente comprobado.

Así, a diferencia de la presunción legal, en la que dado un supuesto determinado corresponde aplicar lo establecido para tal caso, la presunción judicial se da mediante un razonamiento lógico crítico basado en experiencias o conocimientos.

Probar la concertación no implica necesariamente que se ha cometido lo que se buscaba al concertar. En efecto, si bien están vinculadas, pues el acuerdo facilita lo que se busca obtener, conceptualmente y legalmente han sido tratadas y consideradas como dos violaciones.¹³ Ello

¹² Véase: Procuración del Tesoro de la Nación, dictamen sobre la prueba indiciaria o de presunciones, Exp. 9950/88, Tomo 233, Buenos Aires, p. 136.

¹³ Véase: *Pinkerton v. United States*, 328 U.S. 640, 643 (1946): "The commission of the substantive offense and a conspiracy to commit the same offense are separate and distinct offenses". En: Cobos, Op. Cit., p. 12.

lleva a plantear si la concertación es un simple agravante o un tema de medios antes que de resultados.

Por otro lado, en la concertación ilegal es muy difícil separar o distinguir la actividad fraudulenta o ilegal de la que no lo es. No debemos olvidar que toda concertación busca crear la impresión de ilegalidad. Además, es costoso hacer tal distinción. Por ello, el análisis de la existencia de la concertación debe estar centrado en sus efectos y no en la intención.

Finalmente, en mi opinión, el criterio para evaluar las presunciones legales debe ser el de si éstas minimizan los costos de hacer efectiva la regulación y sanción de la concertación.¹⁴

2.3. ¿En qué casos es razonable establecer una presunción de ilegalidad?

Si bien como he expuesto anteriormente soy de la opinión que en principio no se debe sancionar la concertación como tal en el mercado de valores en el sentido de presumir su ilegalidad, también sostengo que existen conductas que, por sus características y efectos actuales o potencialmente perjudiciales para el mercado de valores, sí justifican establecer dicha presunción, permitiendo el uso de indicios y trasladando la carga de la prueba al supuesto infractor, sin que sea necesario tener en cuenta los efectos perjudiciales de la práctica en el mercado de valores o su razonabilidad, es decir, el hecho que la práctica sea o no idónea para producir efectos perjudiciales. En tal sentido, resulta razonable desincentivarlas con una política regulatoria de cero tolerancia a las mismas. Tal es el caso, por ejemplo, de financiarse en el mercado de valores mediante fraude, evitar de manera ilegal realizar una oferta (por ejemplo una OPA), manipular el precio de un valor o no revelar información que los participantes en el mercado de valores se encuentran obligados a proporcionar (como información contable y financiera o considerada como Hecho de Importancia).

En los casos a los que me refiero, cualquier eventual beneficio para la sociedad de dejar un margen de acción o interpretación permisiva no justifica los costos ocasionados por su ocurrencia. Además, constituyen una infracción a bienes jurídicos que son el objeto central de protección de la regulación del mercado de valores, como son los de transparencia y trato equitativo y que en último caso se expresará en la falta de información veraz, suficiente y oportuna que permita la toma de decisiones a los inversionistas y demás participantes del mercado de valores.

En efecto, una de las bases de la regulación financiera es la hipótesis del mercado eficiente, que señala que en un mercado en el que existe y fluye información se presupone que los precios de los valores mobiliarios revelan todos los hechos relevantes y son un indicador del valor de dichas acciones o demás instrumentos financieros.

Lo anteriormente señalado ha inspirado partes sustantivas de la regulación del mercado de valores, ya que uno de los principios más importantes que éste reconoce y busca proteger es el de la transparencia, que no es otra cosa que una forma de favorecer que la información fluya para que de esta manera las cotizaciones de los valores mobiliarios puedan reflejar en todo momento los hechos relevantes que permitan a todo inversionista realizar, mantener o terminar una inversión. Y la colusión justamente no permite ello.

2.4. La configuración de la concertación: ¿se debe tener un criterio amplio o restringido para identificar y configurar conductas de colusión o conspiración en el mercado de valores?

Con la regulación de la concertación lo que se busca es evitar la actuación conjunta que infrinja las normas del mercado de valores, porque muchas de estas infracciones son más fáciles

¹⁴ *Ibid.*, Op. Cit., p. 25.

de cometer y a la vez más difíciles de detectar si es que son realizadas por dos o más partes. En razón de ello, se busca sancionar la colusión.

Debido a ello, para poder establecer un marco conceptual para entender la concertación en el mercado de valores, lo primero que hay que hacer es precisar el enfoque regulatorio que se va a utilizar. Al respecto, se debe tener presente que la regulación del mercado de valores, desde la perspectiva de las sociedades que participan en él, se caracteriza porque se centra en lo que estas sociedades hacen, particularmente en la forma como se financian y las consecuencias de ello y no en lo que son o sus características, asuntos que son propiamente tratados por el Derecho de Sociedades.²⁰

En razón de lo expuesto, el solo hecho de haber utilizado el mercado de valores para financiarse les impone normas de conducta que permiten que se mantengan las características que deben o deberían tener las acciones de toda sociedad cotizada: liquidez, valoración, circulación y fungibilidad de socios. De esta manera, los inversionistas actuales o potenciales podrán valorarlas adecuadamente y monitorear su inversión y la conveniencia de mantenerla, incrementarla, reducirla o liquidarla.²¹

Por ello, en mi opinión, el concepto y las prácticas que configuran colusión en el mercado de valores deben ser examinados desde una perspectiva amplia y no restrictiva. Ello, debido al potencial efecto dañino de su configuración, a la rapidez y diversidad de prácticas que la pueden configurar y a la forma en que ésta se realiza (de manera reservada y cuidándose de no dejar rastro del accionar concertado).

En razón de lo expuesto, considero que en los casos anteriormente señalados no es necesario que exista un acuerdo. En efecto, considero que puede existir concertación incluso sin que exista un acuerdo expreso entre dos o más partes, siendo suficiente para su configuración proporcionar o intercambiar información que de acuerdo a las circunstancias permita a otra persona actuar o no de una determinada manera y que la acción u omisión de esta última persona infrinja los principios y normas que regulan el mercado de valores. Por ello, en el tema de la colusión tácita, se deben tener presente las conductas antes que las palabras, sea que éstas se hayan dado en forma verbal o en documentos.

Por otro lado, no se debe apreciar la concertación como un hecho aislado o estático, sino en su conjunto y como un proceso en el que se aprecian o valoran conductas.

IV. LA SANCIÓN DE LA CONCERTACIÓN

1. ¿Debe sancionarse la concertación en el mercado de valores como tal?

Considero que no. Tanto la teoría económica como la práctica empresarial demuestran que la concertación en ciertos casos puede ser beneficiosa para el mercado de valores.

Por ejemplo, cuando una empresa desea financiarse a través del mercado de valores, pero el monto del capital que requiere no justifica los costos de realizar dicha emisión o el monto de la emisión resulta muy pequeño para lograr interesar a inversionistas que tienen por mandato legal o contractual invertir en emisiones de un tamaño mínimo debido a sus políticas de diversificación que buscan que varios puedan participar para así diluir el riesgo, se hace razonable que estas empresas acuerden formar, por ejemplo, un consorcio para lograr alcanzar un monto de emisión que sea atractivo y que de manera individual no hubiesen podido conseguir. Es

²⁰ Véase al respecto: OTERO LASTRES, José Manuel, *La Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Sociedades Anónimas en cotizadas en Bolsa. Ex: Adquisición de Sociedades no cotizadas*, Ediciones Deusto, Bilbao, p. 219.

²¹ OTERO, Op. Cit., p. 212.

decir, actúan concertadamente para alcanzar un propósito, obtener financiamiento a través del mercado de valores, para que luego cada una pueda llevar a cabo su propia estrategia empresarial. De esta manera se reducen costos de información y costos de transacción, en beneficio de las partes involucradas y del mercado en general.

Otra forma de concertación que es legalmente permitida y considerada beneficiosa para el mercado es la concertación para estabilizar los precios de una oferta o colocación de valores, en cuyo caso se permite que el intermediario, en acuerdo o actuación concertada con el emisor, pueda intervenir en el mercado para comprar o vender los valores de una oferta o colocación en la que participa, a efectos de influir y fijar el precio de colocación dentro del rango que ha sido revelado en el prospecto o al mercado como la valuación hecha de la misma, así como para evitar que terceros puedan "influir" (¿manipular?) el precio del valor a un precio muy superior o inferior de su valor, desincentivando la realización de dicha oferta o de otras. Esta forma de actuación concertada es una práctica aceptada a nivel internacional y ha sido reconocida y permitida expresamente en la regulación peruana, tal como figura en el inciso f) del artículo 194) de la Ley del Mercado de Valores.²²

En razón de lo expuesto, el solo hecho de concertar en el mercado de valores no debe ser sancionado, salvo que dicha concertación sea ilícita por los medios que utiliza o el objeto que busca alcanzar su propia naturaleza o medios que utiliza o tenga o pueda tener como efecto esencial infringir las normas y principios que lo regulan. En aplicación de esta posición, sostengo los cuatro casos anteriormente mencionados en los que considero que sí procede sancionar con la sola existencia de concertación.

2. Forma de sanción de la concertación

Un principio de la teoría regulatoria económica es que no se justifica imponer sanciones si es que no existe o se puede diseñar una medida o sanción efectiva que desincentive este tipo de conducta.

Por lo expuesto, conviene primero precisar el fundamento de sancionar la concertación. La sanción de la concertación se sustenta no sólo en que ésta causa un perjuicio a un participante en el mercado de valores o que infringe la regulación de dicho mercado, sino en la violación de un "derecho intangible" como es la transparencia.²³

En el Perú se ha reconocido que la transparencia -es decir, justamente lo que toda concertación trata de evitar y en consecuencia afectar- es uno de los principios orientadores de la regulación del mercado de valores.

De otro lado, lo anterior también ha sido recogido a nivel jurisprudencial, en el que se ha señalado que: *"ha sido considerado como prerequisite del funcionamiento del mercado (...) si la transparencia es la ratio de la normativa del mercado de valores y presupuesto necesario para obtener la confianza del inversor y, consecuencia de ello, conseguir un desarrollo eficaz de funcionamiento de los mercados, se requiere que se proporcione al mercado un adecuado volumen informativo sobre el desarrollo de las transacciones y valores cotizados, lo cual dependerá en gran medida de la información suministrada por las empresas que*

²² Artículo 194 de la Ley del Mercado de Valores: *"Las sociedades agentes están facultadas para efectuar las siguientes operaciones: (...) f): Promover el lanzamiento de valores públicos y privados y facilitar su colocación, pudiendo establecer temporalmente sus precios o favorecer las condiciones de liquidez de tales valores, siempre que medie acuerdo previo con el emisor u ofertante y sujeto a las disposiciones que dicte CONASEP"*.

²³ Véase al respecto; COFFEY, John C. Jr., *Does "Unlawful" mean "Criminal"? Reflections on the Disappearing Test/Crime Distinction in American Law*, p. 182.

colizan en el mercado (...) en definitiva, un mercado de competencia perfecta y eficiente ha de estar basado en la total información, es decir, un mercado en el que se refleja toda la información disponible".²⁹

Teniendo presente lo expuesto, considero que para hacer efectiva una regulación contra las concertaciones ilegales, se debe optar por imponer sanciones muy elevadas en caso éstas sean detectadas. En efecto, establecer sanciones elevadas parte de la premisa que en caso la concertación sea detectada y sancionada, el infractor deberá enfrentarse a una sanción tan elevada que sea un desincentivo para no realizar tal acto (*deterrent*) y para que ésta sea efectiva, dicha sanción deberá ser bastante mayor que las ganancias obtenidas por la concertación.

V. POLÍTICA REGULATORIA Y CONCERTACIÓN

1. El rol de la revelación de la información

Para entender las implicancias de la concertación, así como para determinar la mejor forma de regularla, considero que el tema crítico es la información.³⁰

En efecto, el tema de la colusión es en realidad un tema de información y transparencia. Por tanto, la mejor forma de regularla es establecer mecanismos que favorezcan o incentiven la generación de dicha información y transparencia. Y ello es así, debido a que una mayor transparencia hace más difícil que la colusión ocurra.³¹

En mi opinión, luego de las personas, el activo más valioso en todo mercado y en especial en el mercado de valores, es la información. Y, obviamente, a toda persona o empresa sólo le interesa revelar la información que produce o controla cuando ello beneficie a sus intereses. Ello porque revelar información tiene un costo. Por tanto, las partes sólo tendrán un incentivo para hacerlo si los costos de procesar y revelar dicha información son menores a los de un eventual perjuicio o sanción por no hacerlo.

Sin embargo, debido a que es considerado beneficioso para el mercado de valores en general y para los inversionistas en particular, ya que da incentivos para invertir en el mercado porque va a permitir controlar posibles abusos de inversionistas controladores o mayoritarios o de aquellos que poseen o tienen acceso a la denominada información privilegiada o interna de las empresas (*insiders*), la regulación del mercado de valores ha establecido respecto de empresas que se encuentran listadas en bolsa y/o que se financian a través del mercado de valores que existe cierto tipo de información que debe ser proporcionada al mercado. Tal es el caso de los denominados Hechos de Importancia y de la Información Contable y Financiera. Por ello, mucha de esta información puede -o debería- permitir a cualquier actor o regulador del mercado inferir una actual o probable conducta concertada.

Tanto si aceptamos la hipótesis del mercado eficiente en el mercado de valores, especialmente en aquellos que tienen mayor profundidad y desarrollo, como si buscamos alcanzar dicho estándar en mercados como el nuestro, se coincide en que es socialmente beneficioso que los precios de las acciones reflejen toda la información disponible. Ello sustenta la regulación que establece los Hechos de Importancia.

Si bien existen posiciones doctrinarias que sostienen que no es eficiente exigir la revelación de información, puesto que el mercado tiene sus propios mecanismos de ajuste en el sentido que existen incentivos para dar información o sufrir las consecuencias de un castigo o descuento que

²⁹ Véase: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), Resolución del Tribunal Administrativo 054-2002-EF/94.12, 13 de Septiembre de 2002, Numeral 4.3.

³⁰ Véase: CASON, Timothy M. y MASON, Charles F., *Uncertainty, Information Sharing and Tacit Collusion*, Working Paper, 1988, p. 2.

³¹ COHEN, Op. Cit., p. 3.

los inversionistas asignan por la incertidumbre, la falta de un número considerable de inversionistas que monitoreen o interactúen en nuestro mercado o de inversionistas institucionales que ejerzan una mayor influencia en la revelación de información, hace entendible la existencia de una regulación en ese sentido mientras nuestro mercado no alcance un nivel de desarrollo, liquidez y profundidad.

En razón de lo expuesto, determinada la conveniencia de la exigencia de revelar cierto tipo de información, los actores y reguladores deben prestar particular atención a que su revelación sea veraz, suficiente y oportuna e imponerse sanciones que desincentiven que ello no se cumpla o que admitan que otros actores puedan accionar para obtenerla. Pero, repito, sólo en aquellos casos en los que se haya determinado que dicha exigencia es razonable y que quien está obligado a proporcionarla está en mejor capacidad de asumir el costo de su producción y difusión. Un ejemplo de ese tipo de información, por la dificultad en obtenerla y por los posibles efectos perjudiciales que puede producir el no conocerla, es la relacionada con conductas concertadas que puedan infringir normas y principios del mercado de valores.

De esta manera, el tema de la revelación de información se complementa con las otras dos opciones, entre las que se puede elegir o utilizar de manera complementaria, dependiendo de las características del mercado que se pretenda regular²⁷: i) facilitar su detección mediante el uso de indicios y presunciones y transfiriendo la carga de la prueba al presunto infractor; o, ii) imponer sanciones elevadas.²⁸

2. Otros aspectos relevantes

En el ámbito transaccional, que es donde la colusión se manifiesta, las normas legales deben cumplir dos propósitos: por un lado incentivar conductas que sean beneficiosas tanto para la actividad que se pretende regular como para la sociedad en su conjunto y, por otro lado, desincentivar conductas perjudiciales para dicha actividad y la sociedad mediante la interposición de sanciones o restricciones.

Debido a la naturaleza de la concertación, a su particular dificultad y costo de detección y probanza, así como a los potenciales efectos perjudiciales para el mercado de valores y por la relevancia del interés público y de los bienes jurídicos involucrados, como por ejemplo el de transparencia, se justifica que respecto de la concertación se otorgue al organismo regulador del mercado de valores la discrecionalidad necesaria para el cumplimiento de su función.

Como reconoce la doctrina relevante, los poderes discrecionales, a diferencia de los poderes reglados, son más flexibles, lo que justamente necesita un organismo regulador del mercado de valores para poder investigar y sancionar prácticas concertadas.²⁹

Ahora bien, esta facultad discrecional tampoco puede ejercitarse sin ninguna limitación. A este respecto, es importante precisar que esta facultad debe haber sido otorgada legalmente y limitada a la investigación y valoración de las pruebas.³⁰

En efecto, la discrecionalidad que se otorga al regulador debe ser ejercida en la investigación y la valoración de los hechos, no para imponer sanciones que no estén previamente establecidas. En efecto, la discrecionalidad no debe ser entendida como una facultad sin límites. Ello no existe

²⁷ Una descripción de las características del mercado de valores peruano para efectos del diseño de una regulación puede encontrarse en: TORRES, Naphis. *¿El fin justifica los medios?: Las OPA Hostiles y su regulación*. En: **ADVOCATUS**, Nueva Época, No. 5, Diciembre de 2001, p. 222.

²⁸ COHEN, Op. Cit., p. 13.

²⁹ Véase: GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo, *Curso de Derecho Administrativo*, Editorial Civitas, Madrid, 1986, p. 430.

³⁰ *Ibid.*, p. 431.

en el Derecho. Siempre el regulador deberá respetar principios que ordenan e inspiran el sistema, como por ejemplo el del debido proceso y las garantías constitucionales reconocidas a los particulares. De esta manera, el análisis de razonabilidad se complementa con la tipificación previa de la sanción.

Finalmente, es razonable considerar que la acción y pronunciamiento de un organismo regulador del mercado de valores es -o debería ser- especializado y con un nivel de profundidad mayor, debido al conocimiento y experiencia acumulado como institución.

VI. EL CASO BACKUS: ¿OPORTUNIDAD PERDIDA O CRÓNICA DE LA MUERTE ANUNCIADA DEL PROCEDIMIENTO SANCIONADOR POR CONCERTACIÓN?

1. La denuncia

El caso *Backus* pudo ser una buena oportunidad para determinar la forma de cómo se trataba el tema de la concertación por parte de CONASEV. Sin embargo, esa oportunidad fue desaprovechada por la propia CONASEV, quien decidió dar por terminado el procedimiento sancionador que había iniciado al respecto contra las empresas Bavaria y Cisneros.

En efecto, el referido caso empezó como consecuencia de un escrito presentado ante CONASEV con fecha 23 de julio de 2002 mediante el cual Lince Netherlands B.V. (en adelante, "Lince"), una empresa del Grupo Polar, denunció ante el Tribunal Administrativo de CONASEV la existencia de una probable concertación entre Bavaria y Cheswick, una empresa del Grupo Cisneros, para tomar el control de Backus sin efectuar una OPA.

En vista de lo anterior, Lince solicitó que de conformidad con el artículo 72 y el literal c) del artículo 129 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, se ordenara la venta mediante oferta pública de las acciones adquiridas directa e indirectamente por Bavaria y por Cheswick y se impusiera la sanción correspondiente por la infracción muy grave cometida por ambas empresas, según lo dispuesto por el numeral 11 del anexo IV del Reglamento de Sanciones aprobado por Resolución CONASEV 055-2001-EF/94.10.

Asimismo, Lince solicitó como medida cautelar: (i) la suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas por Bavaria y Cheswick y por los Grupos Bavaria y Cisneros de manera indirecta por cualquier empresa de sus grupos; (ii) la suspensión de los derechos políticos de las acciones materia de opciones de compra otorgadas a favor de Cheswick; y, (iii) la suspensión de la negociación bursátil y extrabursátil de las acciones de Backus.

2. Indicios de concertación e inicio del procedimiento sancionador

Con fecha 16 de octubre de 2002, y mediante Oficios 4818-2002-EF/94.45 en el caso de Bavaria y 4819-2002-EF/94.45 en el caso de Cheswick, la Gerencia de Mercados y Emisores de CONASEV les imputó haber alcanzado participación significativa en Backus mediante actuación concertada, sin haber realizado una OPA, por lo que habrían infringido lo establecido por el artículo 68 de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 4 y 6 del Reglamento de OPA, incurriendo en una infracción muy grave, con lo que se inició un procedimiento sancionador contra ambas empresas.

En los oficios enviados por la Gerencia de Mercados y Emisores se indicaron como supuestos indicios de concertación los siguientes:

- i) En los contratos de opción celebrados entre Cheswick y los accionistas vendedores de Backus existía una cláusula en la que se establecía que el ejercicio de la opción estaba condicionado a la renuncia de todo el directorio y gerencia de Backus y sus subsidiarias, lo que CONASEV consideraba que: "*podría tener como explicación una probable adquisición del control de Backus*".

- ii) El que Cheswick haya realizado un *Due Diligence* que no era usual para una supuesta adquisición minoritaria y que en cambio Bavaria no lo haya hecho ni haya celebrado un contrato de garantía (*escrow*), a pesar que la adquisición hecha por ella era mayor que la realizada por Cisneros.
- iii) La similitud en los precios pagados por las acciones de Backus tanto a la familia Brescia como a las familias Bentín, Montori y otras.
- iv) La cercanía de las fechas en que se ejecutaron las dos transacciones y lo poco que duraron las dos transacciones (seis semanas y una semana, respectivamente) a pesar de tratarse de transacciones complejas.
- v) La similitud de las estrategias legales defensivas de Cheswick y Bavaria en las investigaciones que realizó CONASEV.
- vi) El hecho que la *boutique* financiera Violy, Byorum & Partners haya actuado como banco de inversión tanto del Grupo Cisneros, al cual pertenecía Cheswick, como de Bavaria en la compra de Backus, debido a que en opinión de CONASEV "sólo habría sido necesario prever la asesoría de un único banco de inversión en alguna de las dos adquisiciones realizadas en concierto".
- vii) El hecho que Cheswick y Bavaria mantuvieran inversiones conjuntas en las empresas Caracol de Televisión y Latinoamericana de Producción.

3. Los descargos de los supuestos infractores

Ante estas imputaciones, el Grupo Cisneros calificó los hechos como "aislados e inorgánicos" y opinó que los referidos indicios de concertación "en el contexto corporativo mundial serían simples decisiones guiadas por una visión de negocios". Asimismo, y en relación con los siete indicios de concertación señalados por CONASEV, argumentó lo siguiente²⁰:

- i) Respecto de las inversiones conjuntas, señalaron que no existían inversiones conjuntas de Cisneros con Bavaria en las empresas Galaxy, pero que ambas sí participaban en Caracol con un 15%, sin que ello se sustente en algún acuerdo estratégico. Sin embargo, precisaron que la inversión en Caracol se refería a un mercado específico (Colombia) y a un negocio específico (televisión).
- ii) Asimismo, destacaron que "las supuestas grandes inversiones conjuntas de Cisneros y Bavaria sólo representaban un monto aproximado de 0.5% del total de los activos del Grupo Cisneros". Es más, indicaron que en cualquier caso tendrían mayores vinculaciones comerciales con los denunciantes, el Grupo Polar, debido a inversiones conjuntas en cadenas de tiendas y supermercados, así como en telecomunicaciones, llegando a calificar como "invalorable" sus inversiones en Empresas Polar, por lo que serían más socios de Polar que de Bavaria. Finalmente, señalaron que en el mercado internacional "competían ferozmente" contra Bavaria.
- iii) Finalmente precisaron que Latinoamericana de Producción estaba en liquidación y que el Grupo Empresarial Bavaria no era accionista de Direct TV (empresa de Cisneros).
- iv) Respecto de la rapidez de las operaciones, sólo habrían actuado de manera diligente a efectos de aprovechar la oportunidad que se presentó en el mercado peruano,

²⁰ Véase al respecto: *Así no es*. En: Semana Económica, Año 18, No. 345, 11 de noviembre de 2002, p. 14. Asimismo: *Cisneros responde a cargos formulados por la CONASEV*. En: Diario Gestión, Miércoles 6 de Noviembre de 2002, p. 11, y el aviso: *No hubo ni habrá concertación*. En: Diario Gestión, Jueves 7 de Noviembre de 2002, p. 6.

además que dicha oportunidad se habría presentado cuatro meses después de tener a Perú entre sus planes de expansión, lo que acreditaban según ellos con un informe que Citigroup les había entregado sobre la expansión del mercado cervecero y la economía peruana. Finalmente, señalaron que la rapidez en la toma de decisiones era propia de Cisneros.

- v) En cuanto a la similitud de los precios de compra, señalaron que ello se debía a una "argucia numérica" de CONASEV al descontar el "impacto tributario" del precio de la acción, precisando que Bavaria pagó US\$ 21.95 por acción, mientras que Cisneros sólo US\$ 16, por lo que no se les podría considerar como precios similares puesto que existía una diferencia de 30% entre uno y otro.
- vi) Respecto del indicio del *Due Diligence* y la cuenta *escrow*, indicaron que éste se realizó el 29 de julio de 2002, es decir, con posterioridad a la transacción de Bavaria con el Grupo Brescia realizado el 10 de julio de 2002, por lo que ésta no se pudo haber beneficiado de su realización, además que esta última fue una operación "cerrada, irreversible, perfecta e irrevocable". En cuanto a la cuenta *escrow*, precisaron que ésta fue de sólo US\$ 18 millones.
- vii) En relación con el indicio de la estrategia legal defensiva, señalaron que los objetivos de la estrategia de Cisneros eran diferentes a los de Bavaria, sin precisar cuáles eran éstos, tan sólo señalando que "si se nos acusa de lo mismo, necesariamente tendremos que defendernos de lo mismo".
- viii) Respecto de la utilización del mismo banco de inversión, Cisneros afirmó que no utilizó a la *boutique* financiera Violy, Byorum & Partners y que en las últimas veinte transacciones, en quince utilizó su propio equipo gerencial y sólo en tres a la referida *boutique* financiera (Coca Cola, Panamco y Satelital).
- ix) Finalmente, en relación con la renuncia de los directores de Backus, Cisneros señaló que existía tanto opción de compra como de venta en el contrato, que el formato para renunciaciones sólo era aplicable para la opción de venta y que Cisneros ejerció una opción de compra, por lo que no correspondía tomar en cuenta dicho anexo ya que sólo era aplicable para la opción de venta.

Por su parte, Bavaria presentó los siguientes descargos respecto de los indicios anteriormente mencionados²⁰:

- i) Respecto de las inversiones conjuntas, señalaron que el inversionista en Caracol es el Grupo Empresarial Valores Bavaria, que de acuerdo a las leyes colombianas es un grupo empresarial separado de Bavaria. Asimismo, señalaron que las inversiones conjuntas no tienen relación con las realizadas en otros países y sectores.
- ii) En relación con la cercanía en las operaciones de adquisición, precisaron que no era sorprendente que otras cerveceras se hallan interesado considerando que invirtió US\$ 420 millones.
- iii) Respecto de la similitud de los precios pagados, señalaron los mismos argumentos que Cisneros. Adicionalmente, expresaron la opinión que cuando se investiga una supuesta concertación entre compradores no es relevante considerar el precio neto que obtiene el comprador.

²⁰ Véase: *Id. no es*. En: *Semana Económica*, Año 18, No. 845, 11 de Noviembre de 2002, p. 14.

- iv) En relación con el *due diligence* y la cuenta *escrow*, señalaron que considerando que el cierre de su transacción fue el 15 de julio, no le era de utilidad lo realizado por Cisneros.
- v) Respecto de la estrategia de defensa legal, señalaron los mismos argumentos que Cisneros en el sentido que si bien no tenían una estrategia en común, si se les acusaba de lo mismo, la defensa sería la misma.
- vi) En cuanto al uso de un mismo banco de inversión, manifestaron que dicho banco había declarado que Bavaria era su único cliente en el sector cervecero latinoamericano, además que también trabajaba con JP Morgan que era el asesor financiero del denunciante Polar.
- vii) Respecto de la renuncia de los directores, precisaron que este tema no se les aplicaba, puesto que el contrato entre la familia Bentín y Cisneros no tenía relación con Bavaria.

El 9 de noviembre de 2002, con posterioridad a la fecha en que fueron presentados los descargos de Cisneros y Bavaria (el martes 6 y el jueves 7 de noviembre, respectivamente), se presentó ante CONASEV un "informe independiente" en el que dos expertos norteamericanos señalaban que las altas primas pagadas por Bavaria y Cisneros por las acciones de Backus indicaban que ambas compañías trataron de adquirir el control de Backus. Los autores de este informe fueron Kenneth M. Lehn, quien había sido el Economista Principal de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de los Estados Unidos y que se desempeñaba como profesor de finanzas corporativas de la Universidad de Pittsburg, conjuntamente con Christopher Barry, señalado como experto en mercado de valores y profesor en la Christian Texas University.²⁹

Así, en el referido informe se indicaba que las primas de 111% y 62% que habían pagado Bavaria y Cisneros, respectivamente, correspondían a primas de control. Al respecto, dicho informe citaba literatura especializada que consideraba que *"primas de control de 30% a 50% típicamente son pagadas en adquisiciones de control corporativo y primas substancialmente menores son pagadas en adquisiciones de paquetes minoritarios de acciones que no constituyen control"*. Esta opinión la daban luego de haber examinado primas pagadas históricamente por paquetes de acciones de control y no control en mercados tanto en los Estados Unidos y Latinoamérica como en el mercado cervecero internacional. El estudio concluía señalando que *"[l]a lógica económica dicta y la evidencia empírica demuestra, que un inversionista racional no pagaría primas de la magnitud pagadas por Bavaria y Cisneros por una inversión minoritaria pasiva, pero potencialmente pagaría tales primas por una inversión que le provea control"*.

Adicionalmente, en relación con los informes de valorización de Backus presentados por Bavaria y Cisneros que señalaban que el precio pagado por ella era producto de la libre negociación entre compradores y vendedores y estaba sustentado en una valuación técnica³⁰, el citado informe elaborado por Lehn y Barry opinaba que *"el reporte de valuación de Bavaria cometió errores financieros fundamentales, sus premisas optimistas no tienen suficiente fundamentación y es internamente inconsistente. El reporte de Cisneros es el producto de un análisis superficial que emplea una metodología errínea, y es internamente inconsistente (...) concluyendo que "ninguna de las valuaciones representó una estimación verosímil del valor de Backus"*.³¹

²⁹ Véase las notas de prensa referidas a dicho informe que fueron publicadas por CBS Market Watch de fecha 9 de Noviembre de 2002 y en Bloomberg de fecha 12 de noviembre de 2002, las que fueron reseñadas como: *"Expertos Norteamericanos concluyen: Bavaria y Cisneros trataron de tomar el control de Backus"*. En: Diario Gestión, 15 de noviembre de 2002, p. 11.

³⁰ *Ibidem*.

³¹ *Ibidem*.

4. Los desistimientos: primera parte

A pesar de lo anteriormente expuesto, mediante cartas de fecha 18 de diciembre de 2002, Bavaria informó a CONASEV que se habían desarrollado conversaciones entre la denunciante y las denunciadas a efectos de poner término a los conflictos entre ellas, para lo cual propusieron a CONASEV una fórmula que consistía en la compra por Bavaria del 100% de las acciones que el Grupo Polar tenía en Backus, lo que le daría participación significativa y en consecuencia le impondría la obligación de realizar una OPA posterior por el número de acciones adquiridas a un precio no mayor al pagado a Polar. Sin embargo, con el propósito de beneficiar a todos los accionistas minoritarios, habría decidido colocar una orden de compra para adquirir la totalidad de las acciones clase "A" de Backus al mismo precio pagado a Lince por un período "significativamente mayor" al plazo de 20 días de rueda aplicables a las OPAs. Asimismo, Bavaria solicitó a CONASEV que en aplicación del inciso a) del artículo 31 del Reglamento de OPA, le exceptuase de la obligación de realizarla, puesto que ello resultaba más beneficioso para el mercado. Finalmente, como consecuencia de todo lo anterior, Lince, Bavaria y Cheswick se desistirían simultáneamente de la pretensión y del proceso en los procesos iniciados.

5. El Oficio 219-2002-EF/94.10 del Presidente de Directorio de CONASEV

Con fecha 20 de diciembre de 2002, el Presidente de Directorio de CONASEV dirigió a Bavaria el Oficio 219-2002-EF/94.10 mediante el cual le comunicó que *"tomando en consideración la documentación presentada, las implicancias en el mercado de la operación planteada, la protección de los derechos de los accionistas minoritarios y las características particulares de la operación"* se había decidido en la sesión de Directorio de fecha 19 de diciembre de 2002 exceptuar a Bavaria de *"la obligación de hacer una OPA por la adquisición de participación significativa en el capital social de Backus dentro del período de los doce meses OPA (sic), así como exceptuarla de realizar una posterior por la adquisición de acciones de manera indirecta"*.

Es especialmente relevante resaltar dos numerales del mencionado oficio relacionados con el tema de la concertación, porque tratan de explicar lo peculiar de la forma como se trató de resolver este caso. El primero, el hecho que se señala que *"los desistimientos que a raíz de la ejecución de la operación planteada presentarán las partes involucradas no afectarán las decisiones que al respecto adopte el Tribunal Administrativo de esta institución"*. Y el segundo, el hecho que el Directorio señalase que su decisión adoptada no constituía precedente administrativo de observancia obligatoria de conformidad con el artículo VI de la Ley 27444, *"ya que no se está realizando una interpretación de carácter general a la normativa del mercado de valores, sino que la misma ha sido adoptada en función a las características particulares del caso (...)"*.

Después de leer lo anteriormente expuesto, tengo la impresión que ello puede entenderse como que el Directorio no estaba totalmente convencido de la conveniencia de su solución o de si se podría dejar sin efecto el procedimiento sancionador; o en todo caso, trata de dar la apariencia de "neutralidad" ante la decisión que vaya a tomar el Tribunal Administrativo.

6. Los desistimientos: segunda parte

Inmediatamente después de haber sido notificados con el Oficio del Directorio, mediante comunicación de fecha 20 de diciembre de 2002, el grupo Polar, a través de su empresa Lince, comunicó al Tribunal Administrativo que Polar y Bavaria habían llegado a un acuerdo para vender sus acciones a Bavaria y que, como consecuencia de ello, había perdido legitimidad para obrar en los procedimientos administrativos, solicitando se admitiese su desistimiento tanto de los procesos administrativos como de su pretensión referida a las denuncias sobre actuación concertada en la adquisición de acciones de Backus.

Simultáneamente, en la misma fecha, Cheswick comunicó al Tribunal Administrativo de CONASEV que en vista del desistimiento formulado por Lince, se desistía de los procedimientos

administrativos y de su pretensión referida a la difusión de información en infracción de la Ley del Mercado de Valores en la que habría incurrido Lince.

7. El Informe 037-2003-EF/94.95 de la Gerencia de Mercados y Emisores

El 6 de febrero del 2003, es decir, cerca de cuarenta y seis días después de presentados los desestimientos anteriormente mencionados, la Gerencia de Mercados y Emisores emitió el referido Informe 037-2003-EF/94.95, en el que señala que *"de la información recopilada y comentada por esta Gerencia en el curso de las investigaciones que se han estado llevando a cabo, no es factible sostener de modo concluyente la existencia o inexistencia de concertación"*.

8. La Resolución 034-2003-EF/94.12 del Tribunal Administrativo de CONASEV

Mediante Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV 034-2003-EF/94.12, se resolvió *"declarar que carece de objeto continuar con el procedimiento sancionador sobre supuesta concertación entre empresas para adquirir acciones de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A y, en consecuencia, aceptar el desistimiento formulado por Lince Netherlands B.V. respecto de la denuncia interpuesta contra Bavaria S.A. y Cheswick Comercial S.A. sobre concertación"*.³⁶

Para ello, consideró que los desestimientos eran legalmente procedentes, ya que si bien por se no podían poner fin a los procedimientos sancionadores, en este caso cumplían con el requisito de no vulnerar intereses de terceros o el interés general, que no era otro que el interés público.

En efecto, en el presente caso el Tribunal Administrativo señaló que no se infringía el interés público si no se atentaba contra los denominados "bienes jurídicamente protegidos" de la regulación del mercado de valores: i) la protección de los inversionistas; ii) la eficiencia, transparencia y equidad de los mercados; y, iii) la reducción del riesgo sistémico.

Sin embargo, el análisis que realizó el Tribunal se centró en si el esquema de arreglo cumplía con respetar los mencionados "bienes jurídicos protegidos", limitándose a señalar respecto de la concertación que *"si bien el precio pagado podía haber sido indicativo de concertación para acceder a la toma de control de Backus, lo cierto es que el análisis de los demás elementos que tipifican la figura de la concertación han llenado al informe 037 a concluir que no es factible sostener de modo concluyente la existencia o inexistencia de concertación"*.

Por otra parte, el Tribunal señaló que incluso *"en la hipótesis de haber existido concertación, la aplicación a los supuestos infractores de la manera correctiva prevista en el artículo 72 de la Ley del Mercado de Valores carecería de sentido, dado que el Directorio de CONASEV, en su mencionada sesión del 19 de diciembre de 2002, autorizó a Bavaria a colocar una orden de compra por el 100% de las acciones clase "A" de Backus, autorización que sería respectivamente incompatible y redundante con una medida correctiva consistente en la venta obligatoria de las acciones de Bavaria y de Cheswick"*.

Considerando lo anteriormente expuesto, queda la impresión de que CONASEV evitó pronunciarse sobre el tema de la concertación de manera concluyente y que utilizó la excusa de los desestimientos para lograrlo. Por otro lado, su análisis de la concertación no explica de manera convincente por qué sólo analiza el tema de la concertación en el marco de la propuesta de arreglo entre las partes y no se pronuncia en detalle respecto a los indicios que fueron considerados para iniciar el procedimiento sancionador y por qué tales indicios no atentan contra el principio de transparencia.

Finalmente, no deja de extrañar que el propio ex gerente general de CONASEV, que estuvo supervisando los hechos reseñados hasta que fue removido de su cargo por el Directorio de

³⁶ Véase: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV 034-2003-EF/94.12 de fecha 18 de marzo de 2003.

CONASEV el 2 de diciembre de 2002, haya opinado públicamente que el Directorio concedió una excepción a Bavaria que ésta no había solicitado (la de *"realizar una OPA por la adquisición de participación significativa en el capital social de Backus dentro del periodo de los doce meses"*). En su opinión, el otorgar dicha excepción implicaba considerar que la primera compra de Bavaria al Grupo Brescia en julio del 2002 era independiente de la segunda compra a Polar producto del acuerdo consultado, lo que implicaba aceptar implícitamente que no se había producido concertación, lo que según el ex gerente general *"en la práctica significaba un adelanto de opinión del Directorio para un caso que recién debía terse en primera instancia por el Tribunal Administrativo"*.

Asimismo, califica como *"una inusual y extraña conclusión"* lo señalado por la Gerencia de Mercados y Emisores en su Informe 037-2003-EF/94.95 en el sentido que *"no es factible sostener de manera concluyente la existencia o inexistencia de concertación"*.

En razón de lo expuesto, el ex gerente general de CONASEV consideró que el Tribunal Administrativo de CONASEV se equivocó, ya que *"ante un informe que manifiestamente se encontraba inconcluso y con una conclusión por lo demás ambigua, el Tribunal debió proceder a la devolución del informe para que éste fuera debidamente terminado"*.

Concluye su opinión el ex gerente general señalando que *"de haberse concluido que se produjo concertación entre los grupos Bavaria y Cisneros para adquirir el control de Backus sin realizar una OPA, como estoy seguro de que existió, si bien no había necesidad de dictar medidas correctivas porque éstas ya se habían producido con la transacción entre las partes, si era imprescindible imponer una sanción pecuniaria, que dados los límites existentes en el reglamento, era más una sanción moral, pero dejaba claramente establecidas la independencia, eficacia y autoridad del organismo supervisor del mercado de valores"* (resaltado agregado).³⁷

Todo lo expuesto nos lleva a sostener que, cuando menos, en el presente caso existió una oportunidad perdida por la propia CONASEV para pronunciarse sobre un tema de tanta importancia y complejidad como es el de la concertación.

VII. CONCLUSIONES

Teniendo presente lo expuesto, propongo los siguientes lineamientos para regular la concertación en el mercado de valores:

Valoración caso por caso. En primer lugar, considero que la existencia y efectos de la concertación en el mercado de valores deben apreciarse caso por caso y de acuerdo a sus circunstancias.

Valoración por estándares y no taxativa. Debido a la naturaleza dinámica, variada y cambiante de las operaciones y transacciones que se realizan en el mercado de valores, la valoración de las conductas de las partes involucradas no puede estar limitada a que éstas se encuentren en una relación predeterminada, ya que dichas conductas pueden variar o pueden aparecer otras dependiendo de circunstancias específicas de los negocios o para evitar ser detectadas en caso se trate de actuaciones concertadas que sean ilegales.

Privilegiar los efectos antes que las formas. En razón de lo anterior, se justifica tener una aproximación flexible y que privilegie el análisis de los efectos antes que las formas. En razón de ello, opino que el análisis de los hechos de la concertación debe enfocarse en determinar las conductas, no las intenciones de las partes involucradas.

Por ello considero que, en los casos de concertación en el mercado de valores, utilizar una aproximación "contractual" -en el sentido tradicional de "acuerdo"- hace poco sentido con los

³⁷ Véase: Diario Perú 21. Carta del Señor Carlos Puga Posada, Martes 6 de Julio de 2004, Lima, p. 20.

formas actuales de estrategia empresarial respecto de operaciones y transacciones en el mercado de valores.

Debido a las características del mercado de valores, en el sentido de la forma como "leen el mercado" y actúan las partes que se financian a través de él, el tema a considerar es si existe un comportamiento individual o conjunto que pueda interpretarse o "leerse" razonablemente como un entendimiento (*meeting of minds*) que permita decir que existe un "acuerdo", "concertación" o "colusión".³⁸

En consecuencia, es posible, por ejemplo, que la "participación tácita en una estrategia" o un "entendimiento tácito" puedan ser considerados como concertación en el mercado de valores, tal como ha sido reconocida tanto a nivel doctrinario como jurisprudencial por el Derecho Antimonopólico en el tema de la concertación de precios.³⁹

En efecto, ya desde el año 1939 existe jurisprudencia internacional que ha reconocido que se puede sancionar una práctica de colusión sin que exista prueba expresa de colusión, pudiéndose incluso usar indicios o *pruebas circunstanciales* para inferir la existencia de colusión expresa.⁴⁰

Por tanto, puede existir una concertación o colusión tácita en el mercado de valores, sea que exista un comportamiento interdependiente o que incluso las partes involucradas no se comuniquen formalmente entre ellas. Al respecto, Posner considera que puede haber un entendimiento común, aun cuando no exista comunicación.⁴¹

Valorar el contexto: mercado y partes. Lo primero a tener presente es que la concertación o colusión en el mercado de valores se produce en un determinado mercado; en consecuencia, se deben considerar las características de dicho mercado. En segundo lugar, las características de la industria o el sector económico del cual forman parte las empresas involucradas y el grado de participación de éstas en ella. En tercer lugar, la forma como interactúan (léase, hacen negocios) sus participantes y en particular las empresas involucradas (por ejemplo, intercambio de información, etc.).

Valorar en base a pruebas circunstanciales. Debido a la naturaleza del mercado y de la sofisticación de sus actores (empresa, intermediarios y asesores), la prueba de la concertación tiende a ser circunstancial. Por tanto, el criterio de interpretación debe ser amplio debido a que las prácticas colusorias no son evidentes ni expresas: se hacen para evitar ser detectadas. Ello debido a que es razonable pensar que cuando uno realiza prácticas concertadas no lo hace pensando en dejar indicios de ello. Todo lo contrario, lo hace pensando en no dejarlos.

En consecuencia, respecto de la prueba de la concertación en el mercado de valores, es razonable argumentar la aplicación de los siguientes lineamientos para su valoración: (1) que el criterio interpretativo debe ser amplio, pudiendo utilizarse indicios y presunciones para probar una práctica concertada; (2) que existen cierto tipo de conductas que pueden considerarse como conductas concertadas o colusión, aun cuando en estricto no sean "acuerdos" desde el punto de vista contractual; (3) se deben de sancionar ciertas prácticas "facilitadoras", aun cuando éstas sean aparentemente unilaterales.

Valorar en base a estándar de probabilidad y no certeza. También considero que, en los casos en los que se examine la responsabilidad civil y administrativa en lo que respecta a la carga

³⁸ Véase al respecto: HOVENKAMP, Herbert, *Federal Antitrust Policy*, West Publishing Co., 1994, p. 159.

³⁹ *Ibid.*, p. 159.

⁴⁰ Véase al respecto el caso *Inverness Circuit, Inc. v. IS* (306 U.S. 208, 59 S.Ct. 467 (1939)).

⁴¹ POSNER, Richard, *Antitrust Law*, Second Edition, The University of Chicago Press, p. 94.

de la prueba, el estándar que se debe exigir para evaluar las conductas concertadas es uno de probabilidad y no de certeza. Sólo para sanciones penales que impliquen pena privativa de la libertad, se justificaría un estándar de certeza.

Considerar la concertación como un proceso. El Derecho se ha percatado que es necesario que dos o más personas colaboren para que se produzcan muchas actividades que no son consideradas como socialmente deseables por sus efectos o porque es la única manera para que ocurran o tengan posibilidad de realizarse de manera exitosa, o que incluso éstas se hagan y no puedan ser detectadas o tal detección sea dificultosa. En el sentido más general, que se pongan de acuerdo para lograr ello. Y es precisamente ese tipo de conductas las que el Derecho ha considerado que deben ser desincentivadas o castigadas con mayor énfasis. Es decir, se trata de regular "los medios" o la forma como se quiere hacer (o evitar hacer) algo. Es ahí donde se nos presenta la idea de "proceso", es decir, que estamos frente a una serie de acciones (o inacciones) que tienen un propósito. Por ello, los hechos que se producen (o se dejan de producir) como consecuencia de la concertación deben de ser vistos como un todo. En su conjunto y como parte de un proceso.

Otro aspecto que respalda la tesis de considerar el tema de la concertación como un proceso, es que una vez incurridos los costos de acordar o iniciar el esquema colusorio, existen incentivos para continuar realizando acciones más allá de la originalmente realizada.⁴²

Incentivar la revelación de información. La concertación ilegal requiere de acuerdo y de secreto o reserva para que pueda tener éxito. En tal sentido, para hacerle frente, la regulación debe desincentivar u obstaculizar la realización de ambos. ¿Cómo lograr ello? Respecto de los acuerdos, una alternativa es permitir el uso de presunciones para probar la existencia de los mismos y, respecto del secreto, regular los hechos de importancia, para justamente establecer la obligación de que se revelen los hechos que permitan detectar las colusiones o desincentivar su realización.

Imponer sanciones elevadas. Debido a la dificultad y el costo de poder probar una concertación tácita, se justifica sancionarla de manera más rigurosa, por el hecho de ser una práctica que atenta contra la transparencia. Por ejemplo, una sanción razonable podría ser imponer el doble o el triple de los beneficios esperados de dicha concertación, más aún si se tiene presente que cuando una empresa decide realizar una práctica concertada que resulta o que podría resultar en una infracción a las normas o principios que regulan el mercado de valores, lo hace habiendo incluido en su análisis el costo esperado de la probable sanción.

Responsabilidad solidaria. Debido a que todos los que conspiran se benefician del resultado, y debido a que es difícil, además de costoso, distinguir con certeza qué tanto la acción de un conspirador influyó en el resultado, es razonable hacer responsables solidarios a todos los que hayan concertado.

Regular mediante mecanismos *ex ante* y *ex post*. Una eficiente regulación de la concertación debe comprender mecanismos *ex ante* y *ex post*. Así, un mecanismo *ex ante* sería el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Financiera. Y *ex post* sería permitir el uso de indicios y presunciones, así como el traslado de la carga de la prueba al supuesto infractor.

⁴² COHEN, Op.Cit., p. 14.