

Las Bolsas Electrónicas ¿Realidad ajena a Latinoamérica?

Giovana Esther Yaro Peceros

Estudiante del 6to año de Derecho en la UNMSM.

Email: giovanayaro@law.com

SUMARIO:

1.- Nota introductoria	425
2.- De las bolsas tradicionales a las bolsas electrónicas	426
3.- El Nasdaq y la Sec.	429
4.- Sistemas de negociación e internet	430
5.- Globalización e integración de las bolsas latinoamericanas.	433
6.- ¿Y la jurisdicción en las bolsas electrónicas?	435
7.- Nota conclusiva	438

1. Nota Introductoria

Durante los últimos años hemos sido testigos de una explosión tecnológica a nivel mundial. La Revolución Científica y Tecnológica¹ se ha mostrado desafiante al incursionar en los diversos campos de la actividad humana y como tal no ha dejado de manifestar sus efectos en todas las áreas de la economía y el derecho. Esta revolución tecnológica basada en la información/comunicación² está afectando profundamente la evolución de las actividades financieras en todos sus ámbitos. Los emisores como los demás agentes del mercado observan como se incrementa significativamente la oferta de valores y demás servicios financieros vía Internet. Definitivamente, la naturaleza “no física” o “desmaterializada” de las transacciones hace que el Internet se convierta en un medio poderoso para estas operaciones, las cuales se dan de manera rápida,

¹ Cfr. ROEL PINEDA, *La Tercera Revolución Industrial y la Era del Conocimiento*, CONCYTEC, Lima, 1997, pág. 19.

² Cfr. PEREZ LUÑO, A. *Manual de Informática y Derecho*, Ariel, Barcelona, 1996, págs. 98-99. “Indica que la revolución tecnológica, ha supuesto para la economía una auténtica “segunda revolución industrial”, en lo que los sectores primarios (agropecuario) y secundario (industrial), así como el sector terciario (servicios) están dejando paso al creciente protagonismo del sector cuaternario constituido por la información”.

flexible e interactiva, todo lo cual facilita de sobremanera los servicios financieros en el mercado al menudeo³, lo cual nos lleva a hablar de un "Mercado de Valores Cibernético"⁴.

Estos cambios suscitados por esta nueva tecnología han revolucionado las bases de la doctrina tradicional⁵. Pero, no es la única consecuencia que se ha tenido, en los momentos actuales se constata una fuerte tendencia a la globalización de los mercados de capitales, en ello están influyendo unos nuevos mercados denominados bolsas electrónicas, segundos mercados o segmentos, las que han surgido producto del impacto tecnológico en el mercado de valores, y que han significado un reto legislativo en los diversos ordenamientos. En este breve estudio, nos centraremos en analizar su origen, implicancias jurídicas e impacto en Latinoamérica.

2. De las Bolsas Tradicionales a las Bolsas Electrónicas

Entendemos de manera general que los mercados de valores existen a fin de brindar a compradores y vendedores de valores, la posibilidad de realizar sus transacciones, éstos facilitan el flujo de recursos financieros desde los ofertantes hacia los demandantes, contribuyendo a optimizar la asignación de recursos entre los sectores económicos⁶. Para poder realizar esto, el mercado de valores cuenta con instituciones como las bolsas de valores, mecanismos centralizados de negociación, agentes de intermediación, instituciones de compensación y liquidación de valores, clasificadoras de riesgo e inversionistas institucionales, es decir, que se cuenta con todo un sistema que lo constituye como un mercado organizado. Pero, el origen del Mercado de Valores esta lejos de esta configuración, según Verchik, la denominación de Bolsa aparece por primera vez en Brujas (Bélgica) en el siglo XVI, allí se reunían los comerciantes para fijar las cotizaciones bancarias y de títulos del Estado⁷, esta Bolsa

³ En VALORES, Revista Especializada de la Comisión Supervisora de Empresas y Valores-CONASEV, año X. N° 36, 2000, pág. 19. Reportaje elaborado por el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) en setiembre de 1998, relativo a las actividades de Internet en el Mercado de Valores.

⁴ Cfr. VERCHIK, A., *Mercado de Capitales*, Macchi, Buenos Aires, 1997, pág. 261.

⁵ Cfr. YARO PECEROS, G., *Las Anotaciones en Cuenta*. En: Revista de Derecho y Ciencia Política de la UNMSM, vol. 57. N° 1, 2000, pág. 367.

⁶ Cfr. MERCADO DE VALORES - *Lo Que El Inversionista Debe Saber*. CONASEV, Lima, 1995, pág. 7.

⁷ El nombre de bolsa debe su nombre a una familia de mercaderes, residente en un palacio de dicha ciudad llamado Bella Borsa (VERCHIK, ob., cit., pág. 212).

primitiva era entendida como el lugar físico donde se negociaban los títulos representativos de deuda. Así éste era el lugar destinado a las reuniones generales de los comerciantes, a la administración de justicia, a funciones de los Cónsules y al albergue de los navegantes y comerciantes, nacionales y extranjeros con sitio a propósito de la guarda de sus mercancías⁸. Estas bolsas surgidas de la iniciativa privada, tuvieron una reglamentación autónoma, a la que posteriormente se le sumaría la regulación estatal⁹, así se prohibió el establecimiento de bolsas clandestinas. Al respecto, Sáinz de Andino, señalaba que sólo al poder real le era competente crear, organizar y reglamentar las Bolsas de Comercio, que las reuniones o asambleas periódicas clandestinas eran ilícitas y que sólo serviría para alimentar el agiotaje y abrir la puerta a toda clase de fraudes¹⁰.

Con estas connotaciones comienzan a evolucionar las Bolsas de Comercio, que ahora conocemos como Bolsas de Valores o mercados bursátiles, las que dependiendo del sistema de constitución asumido adoptarían determinadas características tanto en su regulación como en los principios que las rigen. Y junto a éstas también se desarrolló un mercado paralelo, surgido de los Bolsines o pequeños mercados; así, en los Estados Unidos, antes de la creación de las primeras Bolsas, los intermediarios se reunían en cafés o incluso en la calle, y el comercio y la negociación de los valores estaba abierta a todos los que desea-

⁸ Cfr. FORNIES BAIGORRI, A., *la Vida Comercial Española*. Cámara de Comercio e Industria, Zaragoza, 1968, pág. 191.

⁹ Esto dependió del sistema de constitución de la Bolsa, el cual varía de una nación a otra. Así tenemos el modelo anglosajón o de la "libertad" las cuales tienen plena libertad de funcionamiento como lo es el caso de la Bolsa de Gran Bretaña; el modelo latino-francés o el de la "oficialización", en la que la creación de las bolsas corresponde al gobierno, la que apreciamos en las Bolsas de Italia y Francia; y, el modelo mixto o ecléctico, en las que las bolsas surgen por iniciativa privada, pero sujetas a la autorización del gobierno o del órgano administrativo supervisor, como lo es la Bolsa de Lima o las Bolsas de los Estados Unidos.

¹⁰ Cfr. SAINZ DE ANDINO, P., *Ensayo Crítico Sobre la Contratación en la Bolsa de Comercio y las Ventas Simuladas de los Efectos Públicos*. Madrid, 1845, pág. 74: "... las reuniones que, sin embargo de titularse clandestinas porque son ilícitas, se tienen públicamente en Madrid con el nombre de "Bolsín", y en París "Coulisse", derivado de que los pasadizos y pórticos de la misma Bolsa son el teatro ordinario de esta contravención escandalosa a sus leyes orgánicas". FORNIES BAIGORRI, ob., cit., pág. 196: "La generalización del crédito al crearse formas asociativas que precisaban de la suscripción y negociación de los títulos emitidos en representación del capital, de su financiación, hacía surgir el mercado libre de valores, no sólo en cada uno de los lugares donde no existe Bolsa, sino también en aquellos donde funciona este organismo con carácter oficial. De aquí se constituyan espontáneamente y su movimiento bursátil sea expresión de la importancia y naturaleza del desarrollo económico alcanzado en la respectiva plaza".

ran participar en las reuniones escasamente formales de estos empresarios. Posteriormente, los intermediarios de activos financieros fueron agrupándose en asociaciones destinadas a operar el mercado de valores de una manera más organizada¹¹. Esto es lo que ahora conocemos como mercado extrabursátil u over the counter (OTC)¹².

Es justamente en estos mercados donde se desarrollan inicialmente las Bolsas electrónicas, como segundos mercados, en la que se negociaban valores de empresas que aún no tenían acceso a los mercados oficiales y que sin embargo resultaban altamente rentables; además de resultar versátil para oferentes y demandantes que quisieran realizar transacciones con la mayor rapidez. Pero el impacto tecnológico no solo fue aprovechado aquí, sino que también es aprovechado por las bolsas oficiales, por lo que bien puede decirse que el mercado de valores, hoy por hoy, ha pasado a descansar en un sistema electrónico más que en un parque¹³. La presencia de estas Bolsas deja de lado a la bolsa tradicional, pues ya no se necesita de un lugar físico donde se instale este mercado, sino que el mercado se hace virtual. Ahora tanto las bolsas oficiales como las bolsas electrónicas en sí mismas, tienen un asiento tecnológico, más aún, estas bolsas compiten directamente¹⁴. Así la Bolsa de Valores de

¹¹ Cfr. HIERRO ANIBARRO, S., *La Asociación Nacional de Intermediarios de Activos Financieros*. En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Lex Nova, año XIX, N° 79, 2000, pág. 135: "La creación de estos mercados organizados de valores supuso explotar de manera más rentable el negocio de la intermediación, ahora bursátil, especialmente para los intermediarios que formaban parte del nuevo mercado organizado, ya que establecieron una serie de precios mínimos para las comisiones de intermediación, que aseguraba un beneficio mínimo a los miembros de la Bolsa. Mientras que los intermediarios que quedaron fuera del recién organizado mercado bursátil debían operar en él a través de otro intermediario que fuera miembro de la Bolsa, por lo que el beneficio era doble".

¹² El origen del término over the counter es genuinamente estadounidense. Se recoge por primera vez en un libro de James J. Melbury (*Men and Mysteries of Wall Street*), publicado en 1871. Según este autor el término se acuña en el periodo inmediatamente siguiente al final de la guerra civil. En esa época los inversores estaban acostumbrados a llevar a cabo la compraventa de valores en los bancos, que, a su vez, solían desarrollar la actividad de intermediarios de activos financieros, y en cuyo interior existían unos mostradores donde se realizaban esas operaciones; de ahí que se conociera a estas transacciones como las realizadas sobre el mostrador, traducción literal de over-the-counter, para distinguirlas de aquellas que se llevaban a cabo en las Bolsas de valores.

¹³ Cfr. MADRID PARRA, A., *Repercusión de las Nuevas Tecnologías en la Reforma del Mercado de Valores*. En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Lex Nova, año XVIII, N° 73, 1999, pág. 56.

¹⁴ Las Bolsas Electrónicas. En: Mercado Andino. Revista de Negocios Internacionales, año 2, N° 5, 1993, pág. 47.

Nueva York, conocida como NYSE, la bolsa más antigua y grande los Estados Unidos compite con el NASDAQ, la bolsa electrónica de los Estados Unidos¹⁵.

Este último constituye el referente económico y jurídico de sus recientes similares que intentan reproducir el éxito conseguido por su homólogo estadounidense. Así, en el Reino Unido se ha creado el Alternative Investment Market, en Francia el Nouveau Marché, en Alemania, el Neuer Markt, en Italia, Nuovo Mercato. Pero la iniciativa más resaltante, desde esta perspectiva jurídica, por su semejanza al mercado NASDAQ, es la de su homónimo europeo, el mercado EASDAQ (European Association of securities Dealers Automated Quotation).

3. El NASDAQ y la SEC

Si bien, el mercado electrónico NASDAQ se ubica en el ámbito del mercado extrabursátil estadounidense, éste es un mercado que no escapa del control de la Securities and Exchange Commission (SEC), aunque ésta se realiza haciendo escala, atendiendo a la autorregulación (self regulation organization) inherente a estos mercados, ya que cuentan con la Asociación Nacional de Intermediarios de Activos Financieros (NASD), a la que el gobierno de los Estados Unidos ha delegado el poder de organizar y regular el mercado de valores NASDAQ, así como en general todo el mercado extrabursátil y los valores negociados en él, a la vez que la función de supervisar y sancionar la conducta de sus miembros, en virtud de la función autorreguladora concedida a esta asociación por la Securities Exchange Act de 1934¹⁶. Así Tenemos que la

¹⁵ *Creación de Bolsa Mundial de 24 Horas de Negociación*. En: VALORES, año X. N° 35, 2000, pág. 16: "La decisión tomada por el NYSE, principal promotor de formar un mercado global obedece a los planes de expansión internacional del NASDAQ, la segunda bolsa más importante en los Estados Unidos, la cual está formando una sociedad conjunta con la Bolsa de Valores de Londres y la Deutsche Bourse AG, con el objeto de tramitar acciones tecnológicas europeas y estadounidenses en Europa"; Cfr. HOLLAND, T., ¿Quién Necesita Bolsa las 24 Horas?. En AMERICA ECONOMIA. N° 190, 2000, pág. 40: "El NYSE, está liderando una iniciativa para unir las 10 bolsas más importantes del mundo para crear un mercado global para las acciones de primera línea -las llamadas blue-chips. Su archirrival en Estados Unidos, Nasdaq, ha estado en conversaciones con otras bolsas".

¹⁶ Cfr. SERRA PUENTE, G., *El Mercado de Valores en el Perú*. Cultural Cuzco, 1999, pág. 19: "En la coyuntura posterior a los sucesos de 1929 se dicta la Securities Act de 1933, la cual tiene por objeto regular la oferta pública de valores sobre la base de un Registro Federal al que se presenta una solicitud de registro con la información completa sobre el emisor y el valor; y la Securities Exchange Act de 1934, que regula la negociación de valores ya emitidos y crea la SEC"; HIERRO ANIBARRO, ob., cit, pág. 98: "El origen y aparición de la NASD lo

autorregulación es como una pirámide, en la que la parte más alta de éste, para el caso americano, es la SEC, la cual asegura que todos los participantes en el mercado cumplan con las normas que se establecen¹⁷. Esto se dio porque se llegó a la conclusión de que siempre habría un área de la actividad de los intermediarios de activos financieros que no quedaría cubierta por la ley, aunque sí por un código de ética profesional. Así en 1938, se aprobó una ley que modificaba la Securities Exchange Act de 1934, añadiéndose el artículo 15 A (Maloney Act), que autorizaba a los intermediarios de activos financieros que operaban en el mercado extrabursátil (over-the-counter) a organizarse y autorregular sus actividades, aunque, eso sí sujetas a la supervisión de la SEC.

El alcance de la section 15 A, no deja de estar limitado, ya que la SEC no pierde su potestad normativa directa sobre los intermediarios financieros, que la tiene en todos los casos y sobre todos ellos, sino que en virtud de esa norma, la SEC delega el grueso de la actividad normativa diaria a la asociación de intermediarios de activos financieros que se registre según lo dispuesto en la section 15 A, con el objeto de lograr un control más directo y efectivo sobre el mercado extrabursátil. Lo cual fue muy conveniente pues estos mercados comenzaron a crecer, y hoy por hoy se negocian la mayor parte de las transacciones de valores que tiene lugar en los Estados Unidos, y es por esta razón que se hizo más que necesaria la injerencia de la SEC a fin de velar por la transparencia en estos mercados y darle seguridad a los inversionistas.

4. Sistemas de Negociación e Internet

El crecimiento del NASDAQ, se debió a la desmaterialización física de los títulos, ya que al carecer de un lugar efectivo de negociación, esta se basó en un sistema automático de ejecución de pequeñas ordenes de compra (SOES), que tiene por finalidad la ejecución de la orden de compra de un volumen no muy extenso de títulos al creador de mercado que tenga el mejor precio, sin necesidad por tanto de contactar por teléfono con la contraparte y negociar un

tenemos en el crac bursátil de 1929 y la gran depresión consiguiente que dio paso al New Deal de Roosevelt y con él a una serie de medidas legislativas destinadas a superar el estado de postración económica. Para ello se dio la National Industrial Recovery Act (NIRA), considerada como el primer código de conducta en la vida empresarial estadounidense y el Investment Bankers Conference Committee (IBCC). Los que tuvieron una vida breve pues el Tribunal Supremo estadounidense declaró inconstitucional la ley que posibilitaba su creación, lo que hizo inviable jurídicamente este intento de autorregulación”.

¹⁷ La Autorregulación en el Mercado de Valores. En: VALORES, CONASEV, año X, N° 33, 2000, pág. 16.

precio. La que sería reemplazada por un nuevo sistema de negociaciones (OTC) que permitió comunicar y confirmar las ejecuciones de órdenes a través de las consolas de sus computadores. Esto se concibió como una alternativa al teléfono, que como demostró la experiencia de 1987, quedó virtualmente inutilizado por el elevado número de llamadas en los momentos más álgidos¹⁸.

Estos sistemas de negociación son paquetes informáticos, que permiten una comunicación en circuito cerrado -Electronic Data Interchange (EDI)-, los que no son exclusivos de los mercados como NASDAQ, sino que también se han vuelto parte de las herramientas financieras de las Bolsas tradicionales (NYSE), en un intento de hacer frente a sus competidoras. En éstos sistemas, cada terminal cuenta con autorización de ingreso a la red, desde donde puede realizar transacciones y liquidar los valores, por medio de anotaciones en cuenta. Las que fueron adoptadas en los países de nuestra región en la década pasada, así tenemos: El ELEX¹⁹ (Perú), El SENTRA (México), SITREL (Chile), entre otros.

Pero, otro tipo de mercado se fue gestando por medio de internet, conocido como comercio electrónico abierto, y que se caracteriza por ser un comercio sin necesidad de acuerdos bilaterales, en la que las partes no necesariamente mantienen relaciones estables. De esta forma, a diferencia del EDI, Internet facilita relaciones ocasionales a corto plazo entre las partes negociales, sin necesidad de contactos previos²⁰. Lo que se da mediante las aplicaciones de internet: como son el correo electrónico y los www (word wide web), los que constituyen la red de redes de ámbito mundial, que ofrece la ventaja del bajo

¹⁸ HIERRO ANIBARRO, ob., cit., pág. 130 y ss.

¹⁹ En agosto de 1995 se puso en funcionamiento la nueva plataforma tecnológica de negociación ELEX, que permite la negociación electrónica de acciones, bonos, letras hipotecarias, operaciones de reporte e instrumentos de corto plazo a través de los terminales ubicados en las oficinas de los intermediarios bursátiles. Es importante mencionar que el sistema ha sido desarrollado en Windows bajo la estructura cliente/servidor, lo que permite facilidad en su uso y visualización simultánea de las distintas tablas de información en tiempo real. El ELEX otorga a los intermediarios bursátiles las mismas oportunidades y posibilidades de acceso al sistema a través de una estación de trabajo, así como la coexistencia, para el caso de las operaciones que se realicen en el mercado accionario, con la negociación en el piso. Sin embargo cabe señalar que desde que se inició la negociación electrónica se ha podido observar un desplazamiento natural de la negociación en la Sala de Rueda, a las oficinas de los intermediarios.

²⁰ Cfr. APO-LÒNIA MARTINEZ N., *Comercio Electrónico. Firma Digital y Autoridades de Certificación*. Civitas, Madrid, 2000, pág. 30.

costo derivado de su utilización, pero que por su configuración de red abierta, plantea, como veremos, problemas de seguridad pues, por sus orígenes no comerciales²¹, la seguridad de las comunicaciones era algo inicialmente secundario, aunque recientemente por la comercialización de la red ha devenido en su prioridad, que ha provocado el desarrollo de distintas soluciones tecnológicas²².

El gran atractivo de internet reside en que los emisores de valores pueden llegar directamente a un amplio espectro de inversionistas, ya no sólo institucionales sino también domésticos, pudiendo realizar sus transacciones y liquidarlas a través de la e-banca²³. Esto es lo que se observa el mercado norteamericano, sin embargo, hasta ahora pareciera que se han centrado en ofertas públicas primarias de empresas pequeñas y medianas, ya que como se señaló, muy pocos inversionistas están dispuestos a invertir grandes sumas mediante esta vía debido a la percepción de inseguridad que existe en torno a la red, aunque esta percepción está cambiando²⁴. Lo que es preocupación de primera prioridad de la SEC, al respecto Isaac Hunt señaló "que el uso de internet para la realización de transacciones con valores, ha originado que la SEC haya tomado recientemente medidas para prohibir la participación de acciones norteamericanas en estas operaciones, en tanto no sean ofrecidas por residentes norteamericanos, así como de bancos estadounidenses en las liquidaciones de las mismas. Esto debido a que se han detectado 44 casos de fraude

²¹ Internet nació hace 25 años en el pentágono buscando una alternativa de comunicación para el caso de un conflicto nuclear (VERCHIK, ob., cit., pág. 261.)

²² Cfr. APO-LÒNIA MARTINEZ, ob., cit., pág. 30.

²³ Cfr. DEIRDRE FRETZ, *Alianzas Desesperadas*. En: AMERICA ECONOMIA, N° 190, 2000, pág. 38: "La Bolsa de Nueva York (NYSE) y Nasdaq enfrentan los mismos cambios que han reducido la relevancia de las bolsas de la región. A medida que el comercio en Internet crece, aun las bolsas más grandes del mundo tienen que hacerse más flexibles y ofrecer un rango más amplio de opciones de inversión para competir con las plataformas alternativas de comercio electrónico que amenazan con dominar el futuro. Estas plataformas virtuales permitirán a los usuarios comprar directamente vía Internet, sin necesidad de utilizar una bolsa tradicional. Con nada menos que su propia vida en juego, tanto la Bolsa de Nueva York como Nasdaq están mirando al sur. En un futuro próximo, las bolsas de la región probablemente elegirán alinear su futuro con alguna de las dos. Mientras la Bolsa de Nueva York puede ser el mercado de más prestigio histórico Nasdaq ha sido más agresiva en el establecimiento de una plataforma global de transacciones y es el mercado favorito de las empresas que están al frente de la "nueva economía".

²⁴ Los Avances tecnológicos y el Internet: Cambios para el Futuro. En VALORES, Revista Especializada de la Comisión Supervisora de Empresas y Valores-CONASEV, año X. N° 33, 2000, pág. 26.

en los Estados Unidos por la realización de operaciones con valores a través de internet²⁵.

5. Globalización e Integración de las Bolsas Latinoamericanas

La globalización constituye ciertamente una de las características actuales más trascendente de las economías a nivel mundial. La que se ha visto favorecida por los avances tecnológicos en la informática y en las telecomunicaciones, de lo cual Latinoamérica no ha sido la excepción en el mundo. En ese sentido, el mercado de capitales latinoamericano ha sufrido el impacto tecnológico vivido en los Estados Unidos y en Europa. Así, los sistemas de negociación electrónicos (primera configuración de lo que es una bolsa electrónica) también han hecho su aparición en diversos mercados bursátiles latinoamericanos, en donde teniendo la autorización de ingreso basta mirar la pantalla, ver la oferta y la demanda, ingresar la orden de compra o venta y el computador central hace el resto, se cierra el negocio y se saca una copia impresa de la operación para el cliente, sin gastos y con transparencia.²⁶ Ahora la configuración de una bolsa electrónica como se señaló va a mucho más allá gracias a internet, aquí la idea es que se crea una bolsa virtual a través de los creadores de mercado, con los que se puedan hacer transacciones y liquidaciones de valores desde cualquier computador vía internet, lo que ya se viene dando. El primer antecedente de las Bolsas Electrónicas en nuestra región parece encontrarse en la Bolsa Electrónica de Chile, que comenzó sus operaciones en 1989, convirtiéndose en la primera bolsa electrónica de Latinoamérica²⁷. Tenemos también, la Bolsa

²⁵ Comisionado de la Securities and Exchange Commission (SEC), declaraciones dadas en el marco del Seminario Internacional "El Mercado de Valores Peruano: una visión para el próximo milenio", realizado el 1 de octubre de 1999.

²⁶ Las Bolsas Electrónicas. En: Mercado Andino. Revista de Negocios Internacionales, año 2. N° 5, octubre-noviembre, 1993, pág. 47.

²⁷ <http://www.bolchile.cl> : La Bolsa Electrónica de Chile surge como iniciativa de un grupo de agentes de valores -entre ellos los principales bancos del país-, que estaban interesados en convertirse en corredores de bolsa para, de esa forma, participar en el mercado accionario. Entre los requisitos existentes para ser corredor de bolsa, es necesario poseer una acción de una bolsa de valores. Sin embargo, en aquel tiempo existía una sola bolsa de valores en nuestro país que concentraba el mercado, la cual no emitió nuevas acciones que permitieran entrar como corredores a los nuevos agentes interesados. De esta manera, los bancos y agentes de valores decidieron crear una nueva bolsa de valores que no sólo asegurara competencia al mercado bursátil, sino que además fuese un aporte al quehacer financiero chileno. La Bolsa Electrónica de Chile comienza a operar el 02 de noviembre de 1989, con sistemas electrónicos de negociación desarrollados íntegramente por esta bolsa de valores.

Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA) que fue constituida en 1993 y que tiene por misión, proveer a los agentes financieros del Uruguay, un ámbito electrónico de transacción y liquidación transparente, anónimo y confiable para todo tipo de instrumento financiero²⁸. Además, tenemos mercados importantes como Argentina y Brasil²⁹, que también han apuntado en este sentido.

Pero, que pasa con los demás mercados latinoamericanos, ciertamente también han sufrido el golpe tecnológico y aún con más fuerza. Nuestros emergentes mercados de capitales, no sólo deben superar el desnivel tecnológico sino que normativamente también el impacto es mayúsculo³⁰. Por ejemplo, en el caso peruano, no se cuenta actualmente con un mercado extrabursátil (como mercado organizado) donde se pueda desarrollar una bolsa electrónica como segundo mercado, incluso la mesa de negociaciones que operaba en la Bolsa de Valores de Lima, fue cerrada, así como derogadas todas las disposiciones referidas a éste mecanismo³¹. Sin duda, la poca liquidez de nuestro mercado de valores fue uno de los factores para ello, lo cual podría ser un freno para una futura integración con otras bolsas electrónicas, las que si operan en el mercado extrabursátil. Claro, no se puede integrar lo que no se tiene, pero eso no deja

²⁸ Bevs@bevs.com.uy : Fue constituida el 15 de enero de 1993 por 26 instituciones financieras públicas y privadas de plaza para: Lograr un mercado de capitales (cambios, dinero y valores) transparente, profesional y con igualdad de oportunidades para todos los actores, acorde con la tradición histórica del sector financiero del país, que sea la base para el desarrollo de una nueva opción de financiamiento para el sector productivo canalizando eficientemente el ahorro interno. BEVSA fue inscripta como Bolsa de Valores en el Banco Central del Uruguay el 9 de agosto de 1994, y comenzó sus operaciones el 5 de setiembre de ese año. Pueden ser accionistas de BEVSA las personas físicas o jurídicas que sean titular de una acción de la sociedad.

²⁹ Cfr. VERGILI, R. – CORAZZA, M., *E-volución o E-extinción*. En: AMERICA ECONOMIA, N° 196, 2000, pág. 42: "El 30 de setiembre del 2000, la Bolsa de Mercaderías y Futuros (BM&F), de Sao Paulo, puso en operación su mercado electrónico. La idea: integrar ese sistema gradualmente a las bolsas mundiales por medio del Global Trading System, de modo que los negocios se realicen cada vez más directamente entre compradores y vendedores, eliminando la intermediación del corredor. Desde enero del 2000, los inversionistas argentinos pueden comprar directamente títulos en cinco de los principales mercados del mundo. Las corredoras locales reciben órdenes de sus clientes para comprar y vender acciones y otros títulos en la Bolsa de Nueva York, el Nasdaq, el American Stock Exchange, La Deutsche Börse de Alemania y la Bolsa de Valores de Madrid".

³⁰ Estas innovaciones no sólo han significado una revolución tecnológica sino una revolución en el campo del derecho, pues rompe con la normatividad dada para los mercados de valores, mucho más para los países con sistemas de constitución oficialistas o eclécticos que para los sistemas liberales, que tienen una vocación natural hacia la autorregulación.

³¹ Art. 7 de la Resolución CONASEV N° 021-99-EF/94.10, publicada el 27 de enero de 1999.

de lado estudios de proyectos de integración bilaterales con otras Bolsas de Valores Andinas, lo cual es parte de la agenda pendiente que tiene la Bolsa de Valores de Lima, mediante los sistemas electrónicos de negociación. Es por esto, que a pesar de no tenerse un segundo mercado en nuestro medio, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, no frena esfuerzos para realizar estudios sobre este tema y perfilar una política de regulación y supervisión a futuro³².

La integración se revela como una solución para nuestros países, que por tener pequeños mercados, resultaría antitécnica la creación de bolsas electrónicas que no tendrían compradores. Miguel Miranda nos señala que en el caso de latinoamérica la integración de los mercados de capitales resulta incluso más acuciante ya que pese a las grandes transformaciones operadas en casi todos los países de la región, sus mercados resultan aún muy pequeños en comparación con los de otros países. Esto, sumado al escaso ahorro interno de las mayorías de las economías americanas, contribuye a que los mercados necesiten en buena medida continuar con su búsqueda de inversores extranjeros, al menos por algún tiempo³³. Con volúmenes en declinación y la desaparición de varias compañías que cotizan en bolsa, las conversaciones para crear una alianza bursátil regional adquieren un tono de urgencia.

6. ¿Y la Jurisdicción en las Bolsas Electrónicas?

La conformación de una alianza bursátil regional, nos trae un problema y una solución, un problema porque tendríamos un problema de jurisdicción o competencias y una solución porque la integración se debe materializar en acuerdos interjurisdiccionales que exterioricen los consensos obtenidos entre las distintas jurisdicciones comprometidas.

Lo cual no es nada fácil, si tomamos en cuenta que este tema de constante debate aún no esta zanjado en el comercio electrónico en general. La determinación de la jurisdicción y del derecho aplicable en los conflictos jurídicos que se produzcan por actividades realizadas mediante el uso de la red

³² Al respecto CONASEV, por medio de su Gerencia de Investigación y Desarrollo, en el año 2000, ha desplegado diversos estudios sobre la "Intermediación en Internet", tanto en mercado primario como secundario. Véase, MEMORIA ANUAL 2000.

³³ Cfr. MIGUEL MIRANDE, J. *Mercados de Capitales y Mercosur. Perspectivas desde Argentina y Brasil*. En: Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, Depalma, Buenos Aires, año 31, N° 181-184, 1998, pág. 576.

internet, toma una connotación aún más particular tratándose de conflictos surgidos de la transacción de valores. Para poder dilucidar esto es menester darle un contenido a lo que entendemos por jurisdicción; así, si partimos desde la óptica del derecho europeo entenderemos que jurisdicción es una especie del género competencia, la cual significa según Ossorio³⁴ una atribución legítima a una autoridad para el conocimiento o resolución de un asunto, mientras que jurisdicción sería la acción de decir el derecho más no de establecerlo. En cambio, el sistema americano según Menthe³⁵ adopta un concepto amplio de jurisdicción (equivalente al concepto de "power"-poder) que comprende tres tipologías generalmente reconocidas en el derecho internacional, a saber: a) la jurisdicción para prescribir la regla de derecho para una determinada acción (to prescribe-choice of law); b) la jurisdicción para hacer cumplir (to enforce) y c) la jurisdicción para dictar sentencia (to adjudicate³⁶). La adopción de un determinado contenido atenderá a la naturaleza internacional y tendrá la necesidad de uniformizar la legislación de los estados nacionales referentes al mismo, ya que internet no reconoce ningún tipo de ambiente geográfico ni jurisdiccional. Esta particular situación presenta importantes retos para las entidades reguladoras de cada uno de los países.

Hunt nos da sus apreciaciones en este punto, señalando que la SEC recibió sugerencias de que internet debe estar libre de sus sistemas de regulación, basado en la divulgación. Se sugiere con ello que internet es una jurisdicción especial en la que las leyes de los países individuales no se aplican. Afirmó que en la SEC no se cree que internet sea una nueva jurisdicción, pues sólo es un medio que se está usando para comunicar información tradicional relacionada con valores. En consecuencia, si los valores se ofrecen a inversionistas de los Estados Unidos a través de internet, entonces las leyes y regulaciones de valores de los Estados Unidos deben aplicarse.

Esta autorizada opinión que refleja la posición de la SEC, no deja de ser una solución parcial para un problema que no conoce de fronteras, en el que la nota de territorialidad se ha perdido. Al respecto es interesante la opinión de Reyes Palá con respecto al conflicto de competencia entre las comunidades

³⁴ Cfr. OSSORIO, Manuel, *Diccionario de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales*, 1986, pág. 409.

³⁵ Cfr. MENTHE, Darrel, *Jurisdiction in Cyberspace: A Theory of International Space*, Mich. Telecom. Tech. L. Rev. 69 (1998), disponible en <http://www.mttlr.org/volfour/menthe.html>.

³⁶ Cfr. CAFFERATA, Fernando, *La Jurisdicción y el Derecho Aplicable para solucionar conflictos*. La Ley, T.2001-B, SEC. Doctrina, pág. 1284.

autónomas españolas, al crearse las bolsas electrónicas o segundos mercados, señala que pretender que una comunidad autónoma tenga la competencia exclusiva en materia de creación y regulación de un mercado de valores o centro de contratación que radique en su territorio, si bien es lícito y legal en el sistema actual, no deja de ser anacrónico o quimérica tal pretensión, desde el momento en el que el capital no tiene patria ni fronteras³⁷.

Este caso dado en menor escala, refleja que debemos buscar grandes soluciones para grandes problemas, lo cual no significa que se delegue esta responsabilidad a una jurisdicción extraña, como se le califica a la jurisdicción ciberespacial, sino que se conforme una jurisdicción supranacional en la materia, en la cual tengan injerencia organismos reguladores como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)³⁸, Consejo Interamericano de Autoridades Reguladoras de Valores (COSRA)³⁹, entre otros organismos de carácter regional, lo cual implica una armonización de las leyes de la materia de los miembros conformantes. Esto se logrará conforme se avance en la integración y en el tema de resolución de conflictos en la contratación vía internet, ya que éste no es un problema privativo de la compra venta de valores en las bolsas electrónicas, sino que se da con mayor frecuencia en la contratación de otro tipos de bienes, por lo que la solución más adecuada se tendrá conforme se desarrolle el comercio electrónico en general.

³⁷ Cfr. REYES PALÁ LAGUNA, *El Segundo Mercado de Valores*. En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Lex Nova, año XVIII. N° 75, 1999, pág. 107.

³⁸ Creada en 1983, IOSCO cuenta en la actualidad con 95 miembros ordinarios -las principales autoridades de supervisión de sus respectivos países-, 9 asociados -otros supervisores con competencias parciales en los mercados nacionales- y 55 instituciones afiliadas- mercados organizados y otras instituciones. Los objetivos principales de la organización son el desarrollo de la cooperación internacional entre supervisores y la armonización de las regulaciones. IOSCO y el Comité de Basilea están consideradas como las principales instituciones en el diseño y supervisión del orden financiero mundial. IOSCO colabora con el G7 -Grupo de los siete países más industrializados del mundo- en la elaboración de trabajos relacionados con la supervisión de los mercados financieros.

³⁹ El Consejo Interamericano de Autoridades Reguladoras de Valores (COSRA) es una organización que nació en 1992 y está conformada por autoridades reguladoras y supervisoras de valores de 26 países del continente americano, incluyendo a la CNBV de México. COSRA surge de los intereses mutuos y de la interacción económica que existe entre los mercados miembros de la región. Su objetivo general es fomentar la cooperación y el intercambio de información, así como apoyar los esfuerzos realizados por los países de la región para desarrollar y fomentar mercados de valores sanos y justos.

7. Nota Conclusiva

A lo largo del presente trabajo hemos podido señalar que la configuración de una bolsa electrónica propiamente dicha, la tenemos en la contratación de valores vía internet, la cual constituye mercados paralelos a las bolsas tradicionales, pero al hacer ambas uso de las nuevas tecnologías han ido reduciendo sus notas diferenciadoras, lo que dista mucho en términos de regulación y supervisión dependiendo del sistema en que nos encontremos. Así la creación de las bolsas electrónicas actualmente no se refleja como una realidad ajena a latinoamérica, hemos observado como la tecnología y la globalización, han ido de la mano y la incursión de éstos nuevos mercados, ha significado una necesidad a la integración, de las bolsas de la región, pues de pronto se han visto compitiendo con bolsas mucho más desarrolladas que operan en el plano netamente virtual, y siendo que la nota de internacionalidad que lleva consigo el comercio electrónico nos hace poner en cuestionamiento tanto la jurisdicción como la ley aplicable, se hace necesario delinear nuevas políticas de regulación desde un enfoque regional, conforme se vaya desarrollando el comercio electrónico. Lo que no escapa de un futuro cercano, gracias al cada vez más creciente desarrollo de la banca virtual (e-banca) y al cada vez mayor manejo que se da de los servicios financieros vía la red internet, por lo que bien podemos decir, que estamos en paso de redefinir el derecho de mercado de valores y en sí de toda la intermediación financiera.