

El Insider Trading y el uso de la información privilegiada *

Pablo Huerta Canales

Alumno del octavo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Miembro de la Asociación Civil Derecho & Sociedad

INTRODUCCIÓN

El Mercado de Valores es una forma eficaz de obtener dinero a bajo costo, porque reduce los costos de la intermediación financiera, permitiendo una eficiente asignación de recursos, lo que posibilita la liquidez que muchas empresas necesitan para llevar a cabo sus proyectos.

Este tipo de mercado, por la naturaleza de sus operaciones así como por los agentes que intervienen en él, requiere de la regulación y control por parte del Estado para corregir las fallas que pudieran presentarse al interior del mismo⁽¹⁾, así como para garantizar la transparencia de sus operaciones. La información es uno de los principales elementos sobre el cual se sostiene la lógica de su funcionamiento, se requiere de información necesaria sobre la empresa y sus negocios para que el inversionista decida “financiar”, a través de instrumentos financieros, la actividad de esa empresa. Como son las empresas quienes mejor se conocen a sí mismas, son ellas las que deben poner a disposición del inversionista, a través del órgano competente, la información relevante, que tendrá incidencia directa sobre la cotización de los títulos que ésta negocie en los mecanismos centralizados.

De esta forma, siendo una de las principales fallas estructurales del mercado, el Estado pretende equiparar esta asimetría informativa entre las partes (empresa e inversionista), de manera tal que se puedan tomar decisiones racionales de inversión, sin la necesidad de ser un inversionista sofisticado o llevar un seguimiento continuo del mercado.

Pero no siempre se cumplen estos propósitos, esta disparidad en la relación contractual produce, muchas veces, prácticas oportunistas por parte de los que se encuentran en situación de ventaja informativa, este es el caso del insider trading, negociación que se

produce en el mercado con información privilegiada, obtenida por el ejercicio del cargo dentro de la firma de la persona que lo realiza, con el propósito de obtener un beneficio propio o de terceros. Dicha información tiene la característica de influir en la cotización de los valores, por lo que su conocimiento anticipado permite obtener ganancias o evitar pérdidas, siendo éstas últimas trasladadas a la contraparte, quien en un futuro, verá la cotización de su valor bajar o subir, habiendo comprado en el primer caso y vendido en el último.

Cabe señalar que no toda información es privilegiada, sólo la procedente del emisor de los valores que no ha sido divulgada al mercado y cuyo conocimiento público puede afectar la cotización o liquidez de los valores califica como tal, de lo contrario, estaríamos impidiendo que los agentes del mercado inviertan tiempo y dinero para obtener mejor información sobre la firma emisora.

Existen muchas teorías sobre el tratamiento legislativo que debería dársele al insider trading, los argumentos pasan desde su libertad total de acción porque su actividad genera eficiencias para el mercado, hasta su sanción, inclusive penal, porque transa perjudicando a la contraparte y a la propia empresa. A partir del tratamiento de algunos casos clásicos en el common law norteamericano y un caso en particular de la realidad chilena, desarrollaremos las teorías existentes.

1 Análisis de casos

Del análisis de los casos que a continuación detallaremos, esbozaremos algunos problemas respecto de determinados supuestos en los que se puede notar los diversos criterios utilizados por las Cortes (de los Estados Unidos de Norteamérica y Chile) para sancionar este tipo de comportamientos.

Los casos que comentaremos han sido tomados

(*) A Rosita, mi segunda madre, por su paciente y constante dedicación a mi niñez, parte de mi vida es tuya. Asimismo, dedico este artículo a Brenda, Arturo, Ximena y Raiza, los primos que me han dado la dicha de ser su hermano, porque muchas de las horas dedicadas a este trabajo fueron robadas a ellos. Mi especial afecto al tío “Tuto”, muchas veces tío, siempre hermano, y a Julián, por su preocupación temprana en mi superación, por la afición a la lectura, y por el aliento en muchas de mis ambiciones.

(1) HUERTA, Pablo y HIGA, César. “Breves apuntes sobre la regulación en el Mercado de Valores”. En: Revista Derecho & Sociedad N° 16, p. 215

del Common Law norteamericano de un lado, y del otro, de la realidad chilena, en donde hace unos años atrás se presentó un caso que por la magnitud de los capitales en juego se volvió el más importante en ese país en lo que a transacciones con información privilegiada se refiere.

En el caso Cady Roberts³, un socio de una compañía dedicada al rubro del corretaje, tuvo conocimiento, a partir de una comunicación de uno de los directores de la empresa Curtiss-Wright, que el directorio de ésta había acordado reducir el monto de los dividendos a repartir entre sus accionistas, el corredor al tomar conocimiento de esta decisión no dudó en vender inmediatamente las acciones de sus clientes en esta empresa antes que la información se divulgara al público, evitando una pérdida producto del castigo en el precio que produciría la mala noticia.

A través de esta comunicación, el insider pudo manejar información sensible que le permitió transar en el mercado cuando ésta no estaba a disposición de su contraparte. En este punto, queremos resaltar dos elementos, el primero es que el corredor no tenía un deber fiduciario respecto de la empresa Curtis-Wright, puesto que no existía una relación de agencia⁴ entre ellos, pero a nuestro criterio sí había realizado un insider trading por haber evitado un perjuicio económico como consecuencia del uso de información privilegiada.

El segundo elemento a notar, es que el director que dió el "soplo" o "tippe trading" sí ha quebrantado el deber fiduciario que tenía con respecto a su firma, pues si bien no obtuvo un beneficio económico sí evitó a terceros un perjuicio patrimonial. Cabe resaltar la modalidad de insider trading a través del "soplo", ya que, constituye una práctica común y quizás la más difícil de detectar por no verificarse un beneficio económico inmediato en el agente, ni mucho menos la realización de transacciones con valores de la empresa, ésta modalidad consiste en transmitir la información privilegiada a un tercero, quien es el que se beneficia con la operación sin que necesariamente haya una ventaja patrimonial para el que dió el soplo.

El caso SEC vs. Texas Gulf Sulphur⁵, empleados y ejecutivos de la empresa adquirieron un considerable número de acciones de la misma luego de enterarse que tras unas excavaciones preliminares se habrían descubierto fabulosos yacimientos auríferos en una de las concesiones de propiedad de la empresa. En este

caso podemos notar claramente cómo los ejecutivos y empleados actuaron infraccionando directamente el deber fiduciario que tenían para con la empresa, a diferencia del primer caso, aquí sí podemos notar claramente el insider trading por parte de personas que por su situación dentro de la firma (gerentes o directores) tienen acceso a información privilegiada.

En otro caso denominado Investors Management⁶, una firma constructora de aeronaves confió a un corredor de bolsa que prestaba sus servicios para ésta, que las ganancias para ese año estarían por debajo de la cifra que habían anunciado públicamente con anterioridad.

El corredor "sopló" la información recibida a sus compañeros de trabajo, los que a su vez inmediatamente informaron a sus clientes, quienes vendieron apresuradamente sus acciones antes que las malas noticias se hicieran públicas, evitando de este modo un retorno menor al esperado por su inversión. Si bien aquí la persona que realizó la transacción con información privilegiada no fue un ejecutivo de la empresa, sino un agente de intermediación que, a su vez, transmitió la misma a sus compañeros sin obtener ningún beneficio patrimonial, pero sí evitando indirectamente el perjuicio económico de los clientes de aquellos. Consideramos que los tres: (corredor, compañeros de trabajo y clientes de estos) han realizado un insider trading porque todos de manera directa o indirecta han usado información privilegiada para transmitirla cuando no debían hacerlo o para transar en el mercado con ella.

En los tres casos los "insiders" fueron hallados culpables por violar sus deberes fiduciarios según la regla 10b-5 de la Securities Exchange Act, en este sentido discrepamos con esta posición porque consideramos que los deberes fiduciarios, *strictu sensu*, deben ser entendidos como los que surgen de una relación de agencia, tal puede ser el caso de un ejecutivo respecto de los accionistas de la firma o de los empleados de la misma respecto de aquellos, y no los que surgen de una relación de terceros que contratan con la firma (Sociedades Agentes de Bolsa, Estudios de Abogados que asesoran a la firma para realizar una Oferta Pública de Adquisición, etc).

Con la posición sostenida, no queremos decir que no exista responsabilidad por parte de estos terceros, consideramos que en ellos existe de un deber de abstención, de no divulgación de la información a la que

(3) Caso Cady Roberts, 40 SEC . 907 1961. Tomado de **CASY** y **EISEMBERG**, Corporations, Cases and material, Foundation Press, New York, 1994.

(4) Por relación de agencia entendemos la relación contractual en virtud de la cual una o más personas denominada (s) principal (es) contrata a otra persona llamada agente, para que esta última preste servicios a su favor, los cuales involucren una delegación de autoridad al principal sobre el agente, en sentido estricto, este tipo de relación se da entre empleador y empleado al interior de la firma.

(5) 401 SEC F. 2d 833 (2d. Circ. 1968)

(6) 44 SEC 633 (1971)

tienen acceso hasta que ésta sea pública, por lo que su accionar involucra una responsabilidad y son pasibles de las sanciones que se establezcan para reprimir este tipo de comportamientos, pero no tiene la categoría de deber fiduciario. El standard jurídico que otorga tener la calidad de fiduciario, en el common law, sobrepasa la diligencia debida de un ordenado comerciante, involucra una responsabilidad de índole moral por parte del agente, quien debe subordinar sus propios intereses a los de la firma⁷.

En la década de los ochentas, se dio un importante número de casos de insider trading, debido a la ola de fusiones y adquisiciones, tal vez el más conocido fue el de Michael Milken, apodado el rey de los bonos basura⁸, quien se valió de información privilegiada para financiar a varias empresas que estaban al borde de la quiebra, su éxito se transformó en una gran derrota: su carrera culminó en 1990 y pasó tres años en prisión.

Pero gracias a esos bonos basura, empresas que hoy son exitosas como MCI, TCI, Viacom y Turner Broadcasting consiguieron la financiación que nadie les quería dar.

En la actualidad, la Securities and Exchange Comisión (SEC, Comisión del Mercado de Valores) se ha declarado incompetente en el tema, ya que, sus regulaciones no abarcan el traspaso de información entre los diferentes departamentos de una banca de inversión por ejemplo. Todo queda, finalmente, al cumplimiento de códigos éticos y de buena conducta que las firmas quieran aplicar con la finalidad de mantener su prestigio, en buena cuenta, ellas son árbitros de su propio comportamiento. Pero inclusive, estas tenues barreras éticas, no son tales en el caso de empresas no muy grandes o de baja capitalización, en donde la transferencia de información privilegiada es casi imposible de detectar por el órgano supervisor.

En lo referente a la realidad chilena, hace algunos años se dio un sonado caso de insider trading, que involucró incluso la actuación de la SEC, lo que evidencia la magnitud de la operación y el poder económico de una de las empresas involucradas, las que cotizaban en distintos mercados de valores.

Este es el caso ENDESA-ENERSIS, la primera es una empresa de electricidad española que realizó una oferta de US\$ 1,500 millones para asumir el control indirecto de Enersis a través de cinco firmas de inversión denominadas "las Chispas". De este modo, Endesa ofreció US\$ 1.000 millones a los accionistas con acciones ordinarias que eran las AFP's chilenas que en forma colectiva tenían una participación en la Enersis del 32% y, US\$ 500 millones a 14 ejecutivos que tenían derecho a voto en "las Chispas", estos aceptaron y Endesa pasó a

controlar el 26% de Enersis transformándose de este modo en el principal accionista individual de ésta. Sin embargo, los problemas surgieron cuando la SEC realizó una exhaustiva investigación de los acuerdos públicos (ya que Enersis había emitido ADR's en el Mercado de Valores de New York), suscitando reacciones negativas por parte de las AFP's y el gobierno chileno al considerar sospechoso el acuerdo.

Lo que realmente sucedió fue que El director de Enersis, José Yuraszeck, había vendido el acuerdo a los accionistas de su firma sobre la base de que ésta podía crecer y ampliar sus operaciones más rápidamente con la ayuda de Endesa, y que para poder realizar estos proyectos, era necesario establecer una operación conjunta para atraer nuevas inversiones y capitales (de esta forma se crearon "Las Chispas"). Sin embargo, a medida que surgían detalles no divulgados sobre las condiciones pactadas en el acuerdo con Endesa, los accionistas se sintieron estafados porque consideraron que no habían recibido toda la información necesaria. En este sentido, el pacto le otorgaba a los españoles un derecho a veto sobre los futuros planes de inversión de Enersis, también se incluyó un mecanismo de defensa contra las adquisiciones hostiles (estas cláusulas fueron renegociadas a raíz del escándalo). Los que criticaron el acuerdo sostienen que éste perjudicaba a los accionistas minoritarios de Enersis y de sus afiliadas, al mismo tiempo que enriquecieron indebidamente Yuraszeck y un grupo de ejecutivos. Así, los distintos reguladores de España, Chile y Usa, iniciaron investigaciones sobre la alianza entre Endesa y Enersis, buscando establecer si se violaron leyes que prohibían el uso de información privilegiada e insider trading por la poca claridad respecto de ésta. De esta manera, las autoridades chilenas multaron con US\$33,000 a Yuraszeck, por no informar adecuadamente sobre la alianza formada con Endesa, forzándolo a renunciar a su cargo directivo en Enersis.

Asimismo, la Superintendencia de Valores y Seguros, inició una investigación por presunto uso de información privilegiada por parte de los ejecutivos de la Cía. chilena.

Por último, las AFP's chilenas forzaron a Enersis a renegociar la alianza estratégica con Endesa España, luego de que los primeros impugnaran algunas cláusulas del acuerdo para evitar ser perjudicados.

2 Teorías a favor de la regulación del Insider Trading

2.1 Teoría de la Regla Justa

Esta teoría señala que el insider trading debería ser sancionable porque implica aprovechamiento de una

(7) REGGIARDO y UGARTE. "La transparencia del mercado y el insider trading". En: Themis N°35, pp. 273 y 274.

(8) Se denominan bonos basura a aquellos bonos que pueden tener una gran rentabilidad, pero ésta viene aparejada de un alto riesgo financiero, por lo que las empresas clasificadoras de riesgo los ubican en una categoría baja.

parte de la información que él sabe no está disponible para la contraparte, existe una ventaja debido a la desigualdad de poder entre las partes, ya que, una cuenta con mejor información sobre los elementos principales de la relación contractual, en concreto, sobre los valores negociados. En este caso, esta regla señala que la parte a indemnizar sería la contraparte, porque ella es la que se ve directamente perjudicada con el insider trading. Este tipo de operaciones sólo generarían un mercado ineficiente, tal como lo sostienen Brealy y Myers⁹, porque el precio del valor no reflejaría toda la información relevante sobre él.

Pero esta regla tiene algunas inconsistencias en su planteamiento, en primer lugar las partes siempre van a contar con información diferente, algunas tienen más pericia o mayor sofisticación que otras para desenvolverse en el mercado por último, por lo que el problema de fondo consiste en identificar *¿Cuál información ventajosa es justa y cuál no?*. Además, si es cierto que una de las partes juega con *“dados cargados”*, entonces el riesgo de esa transacción el inversionista lo descontaría al precio que está dispuesto a pagar por el valor, porque todos sabrían que existe este tipo de comportamientos oportunistas, no existiendo ninguna injusticia entre las partes contratantes, ya que, con el descuento en el precio se equipararía la relación.

2.2 Teoría de los mercados informados

Esta tesis sostiene que el insider trading debe ser sancionable porque a través de su acción facilita el flujo de información al mercado, permitiendo que éste cumpla correctamente con su función de valuación y asignación de capitales. Si se sanciona estas prácticas oportunistas entonces el insider no va a tener incentivos para retener información sensible, el incentivo en todo caso sería proporcionar la información al mercado inmediatamente, produciendo bienestar social, ya que, el precio del valor reflejaría toda la información disponible sobre él. Esta teoría sostiene que la parte a indemnizar sería el colectivo de inversionistas que transaron en posición contraria al insider.

Si la información proporcionada por el insider es positiva, entonces el precio de la acción aumenta y la teoría sería correcta, todo esto se traduciría en el consiguiente aumento de la reputación del insider, lo que hasta inclusive le podría generar una compensación por parte de la firma.

Pero si la información es negativa, sucedería exactamente lo contrario, entonces la teoría fallaría, y el

insider sería una vía para informar al mercado, el cual reaccionaría frente a la mala noticia; si los insiders venden valores el precio bajaría reflejando que la noticia es mala, esto se traduciría en pérdidas para la empresa y desprestigio para el insider. Al respecto Schotland¹⁰, sostiene que si se permite cualquier tipo de transacción con información privilegiada la posibilidad de demora de distribución de la misma al mercado es muy alta, lo que generaría que en el camino se produzcan transacciones ineficientes.

2.3 Teoría de apropiación ilícita de la sociedad.

En este supuesto el insider trading es sancionable porque significa la apropiación ilícita de una información que es de propiedad de la firma y que no puede ser utilizada en beneficio personal de nadie. La parte perjudicada aquí ya no es la persona con quien se transa sino la propia firma, por que es ella la titular de la información, en este sentido Barry A.K. Rider¹¹ afirma que cuando se produce un beneficio de las actividades propias de la empresa, éste le corresponde a todos los accionistas de acuerdo a su participación en la firma, y no solamente a aquellos que tuvieron inicialmente acceso a la información. En otro sentido Reggiardo y Ugarte¹² señalan que *“al permitirse las negociaciones con información privilegiada, se está permitiendo obtener una mayor remuneración a los administradores sin el conocimiento de los accionistas, lo que puede generar conflictos de intereses...”*. Es de la misma opinión Payet¹³ cuando sostiene que *“las transacciones con información privilegiada permiten a los administradores obtener ganancias que los accionistas de la sociedad ni conocen ni controlan, y que pueden generar un conflicto entre los intereses de los administradores y los de la sociedad. Adicionalmente, este tipo de ganancias se obtienen con frecuencia como resultado de una pérdida de otros accionistas de la sociedad”*.

Por lo tanto, siguiendo las argumentaciones anteriormente señaladas, es la sociedad la parte que tiene que ser indemnizada. Pero, es en este mismo punto en el que esta teoría muestra su lado débil, ya que, la indemnización a la empresa no compensa el daño causado a la contraparte, quien se ha visto perjudicada al transar en desigualdad de condiciones, con valores a precios que no contienen la totalidad de la información al no reflejar verdaderamente los riesgos escondidos de la cotización del valor. Esta regla tiene sentido cuando el *insider trading* afecta a la propia empresa, ejemplo de ello es el caso de un ejecutivo de la firma que sale al

(9) Citados por REGGIARDO y UGARTE, op. cit. p. 266.

(10) SCHOTLAND, Roy A. Unsafe at any price: A reply to manne, insider trading and the stock market, p. 1488

(11) Citado por REGGIARDO y UGARTE, op. cit. p. 275.

(12) Op.cit. Loc. cit. p. 276

(13) PAYET, Jose Antonio. “El mercado de valores y la protección a los inversionistas”. En: Jus et Veritas N° 12. p.77.

mercado a comprar acciones de ella sabiendo que se va a realizar una OPA (Oferta Pública de Adquisición) dificultando las transacciones de la empresa, pues aumenta el costo de las acciones listadas y por tanto el costo de toma de adquisición.

Otra desventaja es que se restringe el uso del insider trading como medio para la transmisión de información al mercado, al reprimirse su actividad éste ya no tendría incentivos para divulgar al mercado la información a la que tiene acceso.

3 Teorías en contra de la regulación del Insider Trading.

3.1 Teoría de la información

El argumento central de esta posición es que el insider es un mecanismo eficaz para divulgar información relevante al mercado, la cual se reflejaría en el precio del valor. De esta forma habría una maximización de beneficios sociales, porque se ahorrarían costos en búsqueda de información mediante la actividad del insider, y el precio del valor se acercaría al precio que tendría si la información ya se hubiera divulgado, de manera progresiva sin conmocionar el mercado. En este sentido Macey¹⁴ sostiene que prohibir a los insiders que efectúen transacciones con información privilegiada representaría un desperdicio de recursos sociales, basa su argumento en que tal prohibición genera un gasto de recursos y energías para lograr un fin que es la obtención y procesamiento de nueva información que los insiders logran obtener a un costo mucho menor. En la misma línea Easterbrook¹⁵ señala que la mejor manera para agilizar la línea de información dentro de la corporación es dejar que los insiders actúen libremente.

El problema con esta teoría es que existen casos en los cuales el insider trading conduce a resultados ineficientes, como en el ejemplo anteriormente señalado de la empresa que va a realizar una OPA, así como el caso en que geólogos que trabajaban para una empresa petrolera descubrieron una veta de petróleo, comenzaron a comprar acciones de la empresa con lo que "avisaron" al mercado, lo que trajo como consecuencia que el costo de las tierras cercanas a las que la empresa pensaba adquirir aumentarían considerablemente.

3.2 Teoría de la compensación.

Por su parte, Klein y Coffee¹⁶ sostienen que el insider trading es una forma de compensación al éxito del insider por la administración de la empresa, por lo

que se genera incentivos correctos, ya que si el administrador encuentra oportunidades de negocio convenientes para la firma, puede comprar acciones antes y venderlas luego del negocio ganando en la diferencia, además, agregan que es imposible poner fin a este tipo de transacciones, por lo que lo más práctico sería eliminar la prohibición.

Este tipo de operaciones permiten que esta compensación sea más eficiente y más celeré que estar pidiendo aprobaciones al directorio y negociando compensaciones adicionales con los accionistas. Pero este modelo no genera eficiencias cuando el negocio tiene resultados negativos, las pérdidas de la empresa serían mayores a las del administrador, además si se quiere compensar al administrador existen otras formas de hacerlo, igualmente atadas al rendimiento de la empresa, como bonos extras por productividad durante un ejercicio. Por otro lado, este modelo no soluciona los problemas mencionados en los ejemplos anteriores (caso OPA y Cía Petrolera) donde la acción del insider perjudica futuras transacciones de la firma.

4 Tratamiento del Insider Trading en la legislación peruana

4.1 El modelo peruano

Luego de analizar las tesis que se ubican en posiciones tanto a favor como en contra de la regulación del insider trading, cabe señalar que nuestra legislación se adhiere a la tesis de la apropiación ilícita de la información, que es propiedad de la sociedad y a la que el insider tiene acceso en virtud de una relación fiduciaria. Así lo establece el artículo 44 de la Ley del Mercado de Valores, señalando que las ganancias obtenidas producto del uso de información privilegiada deben ser devueltas a la sociedad o al fondo que correspondan. De esta forma, se admite tácitamente que la información pertenece a la sociedad y que, por tanto, la parte perjudicada con la transacción es la firma quien debe ser indemnizada por el daño ocasionado.

4.2 El Principio de Transparencia

El principio de transparencia tuvo su origen en Norteamérica a través de Louis Bradeis¹⁷, quien tuvo una gran influencia en la legislación del Stock Market de los Estados Unidos, al respecto, podemos sintetizar su pensamiento con la siguiente cita: "la publicidad es justamente encomiada como un elemento para enfermedades sociales e industriales. Se dice que el sol

(14) MACEY, Jonathan R. Insider trading Economics, Politics and Policy. p.18 .

(15) EASTERBROOK, Frank citado por MACEY op. Cit. p. 37

(16) Citados por PAYET, Jose. Op.cit. p.77.

(17) Citado por PAYET. op cit.loc. cit. p.71.

es el mejor desinfectante, la luz eléctrica el policía más eficiente". Esta frase sintetiza la necesidad de hacer pública toda la información sensible, que pueda afectar la cotización de un determinado valor que se negocia en un mecanismo centralizado.

Habiendo establecido que la información es el elemento central sobre el cual se sostiene toda la lógica del Mercado de Valores, es importante señalar que ésta debe ser transmitida a los inversionistas para que tomen decisiones racionales de inversión, de manera suficiente, veraz y oportuna, así lo señala el artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores (LMV). En este sentido Reggiardo y Ugarte¹⁸ definen a la transparencia como "el principio por el cual un mercado de valores busca brindar a los inversionistas información veraz, oportuna y completa respecto de los aspectos más relevantes de la empresa que pretende emitir valores en el mercado o que, habiéndolos emitido, circulan en él".

Por otro lado, es preciso señalar que, la transparencia al hacer referencia a una puesta en conocimiento a los inversionistas (hacerla pública) de la información relevante sobre los valores inscritos en bolsa y de los emisores de los mismos, busca lograr que toda información disponible y relevante se vea traducida en el precio de los valores,

logrando de este modo una formación objetiva de los precios, al respecto Payet¹⁹ enfatiza en "la importancia de la información y los mecanismos que hacen que esa información se incorpore a los precios. A mayor rapidez de reacción de los precios frente a la nueva información, mayor la eficiencia del mercado para la asignación de recursos. Asimismo, a mayor eficiencia, más justa también la operación del mercado desde el punto de vista de la justicia distributiva".

A través del principio de transparencia se logra proteger al inversionista, quien se encuentra en una posición de desigualdad informativa respecto de los valores materia de transacción, con este principio se logra equiparar la relación al punto de poner al inversionista en una situación en la que puede tomar una decisión racional, ya que cuenta con la información necesaria para ello, y si algún riesgo asume, sólo es el riesgo del mercado, en pocas palabras, asume el riesgo de su propia decisión

Pero no sólo es necesario que la información sea puesta en conocimiento del inversionista, sino que es preciso que ésta cumpla con los requisitos de veracidad, suficiencia y oportunidad.

La veracidad habla de información verdadera, clara y adecuada, contrario sensu, se proscribía la información falsa, engañosa o ambigua, que propicie una opinión errónea sobre los títulos negociados.

La información suficiente implica que toda la información relevante que puede incidir directamente en el precio del valor sea puesta a disposición del inversionista, para que éste tome una decisión racional de inversión.

En lo referente a la oportunidad, entendemos que la información debe ser divulgada al mercado en el momento adecuado y necesario, de tal manera que se pueda evitar todo perjuicio generado de una operación con un valor cuyo precio no reflejaba, al momento de la transacción, información relevante sobre él o la sociedad emisora.

Se puede decir que la información tiene dos componentes: la información que brindan las empresas sobre aspectos relevantes de ellas mismas y sus valores, y la información que la propia bolsa brinda al mercado.

En este último rubro podemos señalar, siguiendo

a Vidal Ramírez²⁰, que el tipo de información a brindar es financiera y económica, sobre lo que ocurre en el mercado, el curso de las cotizaciones y de los factores que pueden influir en los precios, con información objetiva sustentada en base de datos y estadísticas que permitan un mejor conocimiento del mercado, cumpliendo la bolsa de esta manera una doble función: informativa y formativa o educativa. Con la primera se pone a disposición del mercado la información relevante para un eficiente desenvolvimiento de las operaciones, y con la segunda se permite que el inversionista se forme una opinión sobre la base de información objetiva y oportuna y actual.

De esta manera, Brealy y Myers²¹ le atribuyen a la bolsa la función de hacer eficiente el mercado, al poner a disposición del inversionista información a bajo costo, reduciendo de este modo los costos del acceso a la información, y permitiendo que toda la información

"... nuestra legislación se adhiere a la tesis de la apropiación ilícita de la información, que es propiedad de la sociedad y a la que el insider tiene acceso en virtud de una relación fiduciaria"

18) REGGIARDO y UGARTE, op. cit. p. 265.

19) PAYET, Jose. Op.cit. p.70

20) VIDAL, Fernando. "La Bolsa de Valores" Cultural Cuzco Editores, Lima-Peru.

21) Citado por Payet, op.cit. loc. cit. p. 70.

relevante y alcanzable se encuentra ya reflejada en los precios de los títulos negociables.

4.3 El deber de reserva.

Este es un elemento complementario a toda legislación en contra de las prácticas con información privilegiada. Consideramos que dicho componente implica dos deberes principalmente:

-Deber de no divulgar información sobre los compradores o vendedores de valores negociados en bolsa, en otros mecanismos centralizados o fuera de ellos, impuesto a los directores, funcionarios y trabajadores de los agentes de intermediación, a los directores, miembros del Consejo Directivo, funcionarios y trabajadores de las bolsas y de las demás entidades responsables de la conducción de estos mecanismos centralizados, así como de las instituciones de compensación y liquidación de valores, a los funcionarios, directores, y trabajadores de CONASEV. Esta prohibición es denominada deber de reserva de identidad, y está recogida en los artículos 45 y 46 de la Ley del Mercado de Valores. Tal como lo señala Serra-Puente²² este deber tiene como fundamento “evitar que en la formación de precios influyan factores ajenos a los derivados de las exigencias de la transparencia; aunque la prohibición de suministrar información sobre compradores y vendedores... también puede ser considerada el correlato al derecho que tienen los inversionistas... a guardare reserva sobre los negocios que realicen. En suma, constituye un mecanismo de protección al mercado y a los inversionistas destinados a generar confianza en el Mercado de Valores”.

Lo que esta prohibición busca es, de un lado, que el precio de los valores no se vea afectado por la identidad de la contraparte con la que se está transando, lo que originaría que la cotización del valor se vea influenciado por elementos subjetivos y no por cuestiones objetivas que se deriven de información relevante sobre el mismo, y, de otro lado, otorgarle la debida protección al inversionista, para que éste actúe con total tranquilidad sabiendo que no va a ser identificado en las operaciones que efectúe, con lo que se le brinda la debida confianza para que participe en el mercado.

- Deber de no realizar operaciones con información privilegiada que tengan oportunidad de conocer con razón de su cargo, hasta que esta información sea divulgada al mercado (que se haga pública). Cabe señalar que la publicidad no se produce en el momento en que la sociedad cumple con informar los hechos de importancia respecto de sus valores inscritos, tanto a la bolsa como a la Conasev, sino cuando ésta es puesta efectivamente a disposición del inversionista.

Las personas que están bajo este supuesto son las mismas sobre las que rige la presunción iure et de iure de acceso a información privilegiada, señaladas en los artículos 41 y 42 de la Ley del Mercado de Valores. Este es el deber que está en estrecha relación con el tratamiento del insider trading, y no sólo implica un deber de abstención de negociar con la información a la que se tiene acceso, sino que también se exige que no se confíe ésta a terceros ni se recomiende realizar operaciones con ella.

Es preciso señalar que dicha obligación de reserva absoluta, es justificada siempre que pueda influir directamente en el precio de los valores, y en tanto no haya sido divulgada previamente al mercado. Una vez que la información es revelada al mercado deja de ser privilegiada, y al adquirir carácter de pública puede ser utilizada ilimitadamente por cualquiera de los agentes del mercado.

Este deber tiene su razón de ser en un deber fiduciario del insider para con la firma que, entre otros aspectos, consiste en no divulgar ni utilizar la información para fines personales.

Con la imposición de este deber se evita que se genere desconfianza en la transparencia y correcto funcionamiento del Mercado de Valores.

4.4 El insider trading como delito.

Nuestra legislación, a diferencia de la argentina, país en el que el insider trading no es un delito, sino que sólo está catalogado con una infracción administrativa, pero con multas muy altas que pueden llegar hasta 5 veces el beneficio obtenido o el perjuicio causado, ha considerado al uso de la información privilegiada como delito, así la novena disposición final de la actual ley del Mercado de Valores ha incorporado el artículo 251-A al Código Penal, señalando que el que obtiene un beneficio o se evita un perjuicio de carácter económico en forma directa o a través de terceros, mediante el uso de información privilegiada será reprimido con pena privativa de la libertad no menor de uno ni mayor de cinco años. La inclusión de este artículo al Código Penal por parte de la Ley de Mercado de Valores ha sido criticada por Alberto Bramont-Arias²³, quien considera discutible la forma de incorporación del delito de información privilegiada en nuestro Código Penal, teniendo como base que tal incorporación "...se establece en la Ley de Mercado de Valores, dispositivo que tiene otro tipo de finalidad, la de regular las relaciones entre las personas dentro del mercado de valores. Lo cual demuestra poca seriedad y rigurosidad jurídica en el ámbito del derecho penal, haciendo un simil,

²² SERRA-PUENTE, Gerardo. "El mercado de valores en el Perú", p. 68.

²³ BRAMONT-ARIAS, Alberto. "El delito de información privilegiada". En: Temas de Derecho, p. 21.

es como si en una modificación legal del delito de estafa se modificara los contratos de arrendamiento del Código Civil”, y además agrega que “...las modificaciones del Código Penal se deben realizar por medio de leyes independientes y no a través de dispositivos legales referidos a otros ámbitos del ordenamiento jurídico”.

Más allá de la idoneidad de tal incorporación, creemos que la intención del legislador al regular penalmente esta figura, es la de desincentivar este tipo de conductas a través de una represión, no sólo administrativa sino también penal, a las personas que infrinjan el deber de reserva sobre la información a la que el insider tiene acceso.

Se señala en la doctrina penal²⁴ que este delito afecta directamente al funcionamiento del Mercado de Valores, ya que genera una pérdida de confianza por parte de los inversionistas, por lo que el bien jurídico protegido es el funcionamiento del mercado de valores o la confianza de los inversionistas en el mismo. No interesa mucho que se haya causado un perjuicio patrimonial a la contraparte, sino que lo importante es que se dañe al propio sistema del mercado, que a decir de Arroyo Zapatero²⁵ “...deja de ofrecer confianza, por frustrarse la igualdad, y puede conducir a una retracción del mercado, en cuyo caso el perjuicio se proyecta a todo el sistema económico”.

La tipificación de este delito señala que se sancionará si es que se ha obtenido o evitado un perjuicio económico mediante el uso de información privilegiada, contrario sensu, si el insider utiliza la información a la que tiene acceso y no obtiene un beneficio económico, no será pasible de sanción penal por no haberse configurado el delito. De este análisis podemos concluir que nuestro legislador no ha querido sancionar penalmente el uso de información privilegiada per se, sino sólo el beneficio patrimonial obtenido a través de su uso.

De la redacción del art. 251-A se desprende que cualquier persona puede ser sujeto activo del delito, ya que como bien señala Alberto Bramont-Arias,²⁶ “...no se limita el tipo penal al insider sino que comprende a cualquier persona que obtenga un beneficio o evite un perjuicio mediante el uso de la información privilegiada”.

Finalmente, el citado artículo establece en su segundo párrafo un agravante en el caso de los directores, funcionarios, o empleados de la Bolsa, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de

riesgo, de los administradores de los fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradoras de fondos de pensiones, así como las empresas bancarias, financieras o de seguros, quienes serán pasibles de una pena no menor de cinco ni mayor de siete años.

5. PROPUESTAS DE REGULACION DEL INSIDER TRADING

En el presente apartado trataremos de dar una aproximación personal sobre los problemas que presenta detectar en la práctica este tipo de comportamientos, las debilidades de nuestra legislación nacional, así como las medidas que se debería adoptar para lograr una eficiente labor de control y supervisión por parte de la Conasev, de manera tal que proporcione un adecuado desenvolvimiento del Mercado de Valores sancionando este tipo de prácticas oportunistas.

5.1 Cómo detectar el insider

Este es el problema de fondo que subyace al tratamiento normativo dado al tema. Nuestra legislación no es muy clara en este punto, si bien es cierto que establece una lista taxativa de las personas que pueden tener la calidad de insiders, así como de los actos que éstos están prohibidos de hacer, no es así tan clara respecto a la forma como el órgano supervisor (CONASEV) va a detectar estos casos.

El único referente al tema, lo encontramos en el art. 44 de la Ley del Mercado de Valores, que señala que cualquier ganancia obtenida en el corto plazo (3 meses) por parte de los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como de los miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, debe ser devuelta a la sociedad. Esta regla objetiva establece una presunción iure et de iure, con lo que se configura un deber de abstención absoluto a los sujetos que se encuentran bajo la presunción. Pero guarda silencio en los casos en los que un tercero, sin ninguna relación fiduciaria con la empresa, puede beneficiarse con la información no divulgada.

La detección resulta difícil en la práctica, porque como ya hemos señalado, en los casos de “soplo” no existe ningún beneficio económico evidente en el insider luego de la transacción, ya que el beneficiado directo puede ser un tercero que no tiene ningún tipo de relación

(24) HARRO, Otto. “El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto”. En: *Hacia un Derecho Penal Económico europeo*. P. 461.

(25) ARROYO ZAPATERO. El abuso de información privilegiada en el derecho penal español vigente. En: *Hacia un Derecho Penal Económico ... op.cit.* p. 55.

(26) BRAMONT-ARIAS. *op.cit.* p. 25.

de parentesco ni afinidad, lo que haría más complejo el caso.

En este sentido, creemos que se hace necesario otorgarle mayores facultades a la Conasev y que las reglas al respecto sean más clara, debiendo establecerse que las empresas exijan a sus directivos y empleados el deber de reserva respecto de la información sensible a la que tienen acceso, bajo pena de ser multados, las primeras por no exigir el deber de abstención, y los segundos porque, pese a saber que tienen un deber de reserva, negocian utilizando la información privilegiada.

5.2 El tema probanza y la redefinición de la Regla Objetiva.

Otro aspecto relacionado al problema es el tema probanza, ya que, del tenor del artículo citado, la prueba se ciñe sólo a un desbalance patrimonial posterior a la transacción con información privilegiada, de comprobarse éste, el insider no tiene oportunidad de probar en contrario, pues esta regla no le otorga posibilidad alguna.

Por otro lado, nuestro legislador guarda silencio sobre la forma cómo detectar si los otros sujetos señalados en el artículo 41 y 42 de la ley del Mercado de Valores han transado con información privilegiada en el mercado.

Consideramos que urge una modificación de la Regla Objetiva contenida en el artículo 44, ampliando su ámbito de aplicación, de manera tal que abarque a todos los sujetos que puedan estar potencialmente en aptitud de tener acceso a información privilegiada, ya que el silencio normativo en este punto tan importante es crucial.

Deducimos que esta poca claridad normativa, tiene como consecuencia práctica que hasta el momento no se haya detectado un caso de insider en nuestro país, y esto porque a la Conasev le resulta muy complicado detectar esas conductas oportunistas, debido a la complejidad y sutileza con la que se presentan, así como al tamaño de nuestro mercado bursátil, el cual todavía es muy pequeño, lo que en conjunto dificulta la identificación de estas operaciones de manera clara. Todo lo contrario sucede en los Estados Unidos, en donde se detectan más situaciones de insider trading porque las

normas son más estrictas y el mercado es más grande.

A esta poca claridad normativa, hay que agregarle la casi inexistencia de códigos de ética y de buena conducta que rijan el comportamiento de las empresas participantes y que éstas cumplan efectivamente, si bien es cierto que éstos por sí solos no serían un mecanismo eficaz de control, sí cumplirían un rol complementario a las normas sobre la materia, creando nuevos incentivos para las empresas, como el aumento de su prestigio a través del cumplimiento de los mismos.

CONCLUSIONES

Conforme va avanzando el desarrollo de los mercados de valores, así como el de los instrumentos o formas creativas para generar operaciones eficientes, también se generan nuevas formas de prácticas oportunistas, cada vez más sutiles y difíciles de detectar, por lo que se hace necesaria una regulación acorde a las circunstancias y necesidades de cada mercado en particular. No somos partidarios de la implementación de normas importadas por el sólo hecho de tener tal calidad, o de tener éxito en otras realidades, más bien, somos de la idea que se debe tener una regulación flexible y fácil de internalizar por los agentes económicos, que de un lado genere comportamientos eficientes y evite prácticas oportunistas, y de otro, le otorgue la debida protección al inversionista, porque con ello se genera eficiencia en el mercado a partir de toma de decisiones en base a información suficiente, disponible a bajo costo.

La prohibición del insider trading viene definida como una regla moral que trata de garantizar la transparencia y la equidad del mercado, evitando la manipulación de precios a través del conocimiento de datos que no son de dominio público, que se relacionan con el desenvolvimiento y los negocios de una empresa que puede afectar la colocación de los títulos, lo que finalmente se traduce en un eventual perjuicio al inversionista, al no darse la transparencia en las negociaciones. Al garantizarse la transparencia del mercado, se va a generar un mayor flujo de operaciones, propiciando una eficiente asignación de recursos de los agentes superavitarios a los deficitarios, función principal de un mercado de estas características. **D&S**