

Directors' dealings^(*)

Jesús Alfaro Águila-Real

Catedrático de Derecho Mercantil.
Universidad Autónoma de Madrid.

1. Introducción.

La prohibición del *insider trading* se refuerza con otras normas que tratan de asegurar la confidencialidad de las informaciones que pueden influir en la cotización de las acciones de una compañía en un mercado de capitales. En particular, cuando una sociedad cotizada en Bolsa prepara una operación (una OPA, una adquisición de una empresa, una fusión o la venta de unos activos importantes) que puede influir en la cotización de sus títulos, la ley le obliga a limitar la difusión de la información correspondiente dentro de la empresa, a imponer deber de reserva, confidencialidad y no uso a todos los que conozcan la información relevante, y a **comunicar al público la información** como hecho relevante en el caso de que se advierta que alguien está utilizando la información para comprar o vender valores de la empresa⁽¹⁾.

También para prevenir el *insider trading*, se impone la obligación a los administradores y directivos de una sociedad cotizada de hacer públicas las operaciones de compra o venta de valores emitidos por la sociedad que gestionan. Obsérvese que no se trata de regular la adquisición por la

sociedad de sus propias acciones, sino de comunicar la adquisición (o la enajenación) de acciones de la sociedad por parte de sus administradores. La *ratio* de la norma se encuentra en el valor informativo que dichas compras o ventas tienen. En efecto, estas compras o ventas “traducen” las expectativas que el administrador tiene sobre el valor futuro de las acciones de la compañía. Si el administrador -sobre la base de su especial conocimiento de la compañía- cree que el mercado infravalora la sociedad, tiene incentivos para comprar acciones en el mercado embolsándose las ganancias derivadas del futuro aumento de la cotización una vez que el mercado refleje “el verdadero valor” de la compañía⁽²⁾. Si, por el contrario, cree que el mercado sobrevalora la compañía, tiene incentivos para vender acciones y embolsarse las ganancias derivadas de la menor cotización futura⁽³⁾.

Además, la adquisición de acciones por parte de los administradores puede tener un efecto “señalizador” del compromiso del equipo directivo con la empresa gestionada. Estas razones -que justifican igualmente todo el sistema de remuneración sobre la base de opciones sobre acciones- justifican la decisión legislativa de no

(*) Agradecemos al doctor Andrés Vargas Apolinario por la cesión del presente artículo.

(1) Para el caso español, ver el artículo 83 de la Ley de Mercado de Valores, disponible en www.cnmv.es, en adelante, LMV.

(2) Los administradores tienen información individualizada y continua sobre los cambios en la productividad de las inversiones de la compañía, mientras que los *outsiders* reciben únicamente información agregada en momentos determinados, D. ABOODY, B y B. LEV. *Information Asymmetry, R & D, and Insiders Gains*. 2000. pp. 2747 y ss., quienes afirman que la asimetría informativa entre *insiders* y *outsiders* es todavía mayor para la I + D.

(3) “Managers in firms with low market valuations relative to book equity, earnings or cashflow appear to view their firms as undervalued and actively purchase additional shares for their private accounts. At the opposite end of the spectrum, executives in high valuation firms sell larger amounts of equity than predicted on the basis of their level(...) managers trade on the basis of their best assessment of future firm value. The excess returns earned by managers on their portfolio trades are sufficiently small and noisy that managerial overconfidence cannot be ruled out as a motivating factor behind the trading decisions(...) Managers in value firms tend to view their stock as undervalued and actively increase their private holdings on the open market. Managers in growth firms tend to view their stock as overvalued and react by selling equity out of their private holdings and by decreasing the leverage of their companies through net equity issues”. JENTER, D. *Market Timing and Managerial Portfolio Decisions*. Octubre 2002. Disponible en www.ssrn.com Si esto es así, el valor informativo de las compras o ventas por parte de los administradores sería pequeño, puesto que la *ratio* de cotización con beneficios, *cash flow* o valor contable de la compañía es una información que está disponible para el público.

prohibir la negociación del administrador sobre valores de la propia sociedad que administra⁽⁴⁾. En efecto, la adquisición o venta de acciones por los *insiders*, si se hace pública, aumenta la información disponible acerca de las empresas cotizadas en cuanto que revela las expectativas de los que disponen de información más completa, y reduce los costes de agencia porque la pérdida derivada de una disminución del valor de las acciones se refleja en su patrimonio personal, lo que les incentiva para trabajar duro y maximizar el valor de la empresa que gestionan.

Al margen, la adquisición o enajenación de acciones de la compañía por el administrador puede ser un instrumento de manipulación de las cotizaciones. Por ejemplo, el administrador (y accionista de control) puede adquirir acciones para generar “optimismo” en torno al valor, con la seguridad de que el mercado interpretará su adquisición en el sentido de que el administrador dispone de información privada que hace suponer la infravaloración por el mercado de dichas acciones.

En este contexto, la obligación de informar públicamente las transacciones sobre acciones de la compañía realizadas por los administradores sirve de refuerzo a la prohibición de *insider trading*. La norma legal que impone en España tal obligación es el artículo 53 II LMV, desarrollado por el Real Decreto No. 377/1991 de 15 de marzo de 1991 y ahora lo reitera, ampliando el ámbito subjetivo y objetivo de la obligación, el nuevo artículo 83bis.4 LMV, que remite a una regulación reglamentaria la concreción de esta obligación, regulación reglamentaria que todavía no se ha producido.

En el párrafo cuarto de dicho artículo se prevé específicamente la determinación por el Ministerio de Economía (o de la CNMV con habilitación del ministro) de “la forma y los plazos en que los administradores y directivos y aquellas personas que tengan un vínculo estrecho con ellos, deben informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al público en general sobre las adquisiciones de valores e instrumentos financieros emitidos por la entidad en la que desempeñen tales cargos”⁽⁵⁾.

La legislación norteamericana añade la obligación de informar acerca de las ganancias a corto plazo que se hubieran obtenido por los administradores, y la sección 16 (b) de la *Securities and Exchange Act* establece una acción a favor de la sociedad emisora (que puede ser interpuesta por cualquier accionista subsidiariamente si la sociedad no la interpone) para recuperar los beneficios que hubiera obtenido el *insider* como consecuencia de la compra y posterior venta (o viceversa) de las acciones, cuando entre la adquisición y la enajenación hubiera transcurrido un plazo inferior a seis meses. Se trata de una sanción objetiva que no depende de que el *insider* hubiera actuado movido por información privilegiada y que ha generado muchos problemas de aplicación, negándose en los supuestos de intentos de tomas de control que concluyen con el oferente vendiendo las acciones previamente adquiridas al finalmente victorioso (la propia sociedad cuyas acciones se adquirirían o los socios de control de ésta), o recibiendo acciones de la sociedad resultante de la fusión entre la sociedad, cuyas acciones adquirió y otra sociedad⁽⁶⁾.

(4) SCHEIDER, U.H. *Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern (Directors' Dealings) im Konzern*, 2002. pp. 473 y ss. Otras medidas pasan por prohibir a los *insiders* la compra o venta de valores durante determinados periodos del año (los meses previos y subsiguientes al anuncio de los beneficios de la empresa) o prohibirles, como hace la sección 16 b) de la *Securities Act* americana, obtener ganancias a corto plazo (6 meses) con acciones de la sociedad que administran.

(5) Dos errores del texto habrán de corregirse en la regulación reglamentaria: no debe incluirse sólo la compra sino también la venta o cualquier otra operación (préstamo) sobre valores de la sociedad y debe extenderse a la negociación de valores de cualquier sociedad del grupo y no sólo a la sociedad de la que sea administrador o directivo Ver: FLEISCHER, H. *Directors' Dealings*. 2002. pp. 1217 y ss. Una norma semejante se encuentra en la Sección 16(a) *Securities and Exchange Act* norteamericana, en el § 15 a 1 de la Ley de negociación de valores alemana; sección. 324 *Companies Act* inglesa y en el capítulo 16.13 de sus *Listing Rules*; §91 a BörseG austriaca y el artículo.6.2 a) de la Directiva Europea sobre información privilegiada y manipulación del mercado que establece que “(l)as personas que desempeñen funciones directivas en la entidad emisora de instrumentos financieros o que estén en estrecha relación con tales personas habrán de informar a la autoridad competente de todos los negocios realizados por su cuenta con instrumentos financieros emitidos por la entidad, que les pertenezcan(...) Los Estados miembros garantizarán que estas informaciones se hagan públicas en el plazo más breve posible y de forma sencilla (artículo 6.2).

(6) Ver ampliamente: LOSS, L. y J. SELIGMA. *Fundamentals of Securities Regulation*, 4ta. edición. Nueva York, 2001. pp. 633 y ss.

Es discutible si la norma del artículo 83. bis 4 se limita a habilitar al Gobierno para regular la cuestión o si **obliga** al Gobierno a regularla; pero la cuestión es irrelevante porque, como hemos señalado, la obligación concreta estaba ya impuesta **a los administradores** de la sociedad cotizada por el artículo 5 Real Decreto 377/1991 de 15 de Marzo de 1991 sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas. De acuerdo con dicho precepto, “los administradores de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una Bolsa de Valores comunicarán a las entidades (sociedad, Bolsa y CNMV) (...) las acciones de las que sean titulares en el momento de acceder al cargo, o una manifestación negativa en caso contrario, así como todas las adquisiciones o transmisiones de acciones de dichas sociedades que realicen por sí, a través de sociedades que controlen o a través de otras personas interpuestas, con independencia de su cuantía”.

2. Finalidad de la regulación.

La compra o venta de acciones de la sociedad por sus administradores resulta, en general, una actividad peligrosa para el funcionamiento transparente de los mercados de valores, debido a la **ventaja informativa** de la que disfrutan los administradores en relación con el inversor en general⁽⁷⁾. Los administradores conocen las posibilidades y riesgos de la empresa mejor que el público, de manera que el hecho de que compren o vendan acciones tiene un valor indicativo respecto de lo que puede pasar en el futuro con la cotización. En particular, por ejemplo, cuando los administradores prevén que las futuras ganancias de la empresa van a comenzar a disminuir⁽⁸⁾.

Una forma utilizada para confirmar empíricamente la tesis que venimos exponiendo, esto es, que los administradores venden cuando creen

que el mercado sobrevalora las acciones, es la de examinar **los seguros de responsabilidad** suscritos por los administradores **en el momento en que los insiders realizan una oferta pública de venta o de suscripción de acciones**. El razonamiento es el siguiente: si los administradores saben que están vendiendo las acciones en la Oferta Pública de Venta u Oferta Pública de Suscripción a un precio superior a su valor, habrán de temer que, posteriormente, los inversores descubran que han pagado un sobreprecio y demanden a los administradores (acción social de responsabilidad y responsabilidad por folleto o prospecto). En previsión de tales demandas, los administradores contratarán un seguro de responsabilidad civil que les deje indemne de la eventual condena. Por tanto, el **nivel de aseguramiento** contratado por los administradores es un buen indicador de la información que tienen los *insiders* acerca del nivel de *overpricing* de las acciones que ofrecen al mercado, *overpricing* que puede ser debido a que los administradores ocultan información al mercado sobre la compañía o a que, del proceso de *book building*, resulta un precio superior al proyectado por los propios *insiders*⁽⁹⁾. Pues bien, un estudio empírico parece confirmar que “hay una relación negativa significativa entre la cuantía de aseguramiento de responsabilidad adquirida por los insiders y la marcha de la empresa después de la oferta pública”⁽¹⁰⁾, esto es, que, *ceteris paribus*, los administradores se aseguran más cuanto peor es la evolución de la empresa con posterioridad a la oferta pública. Idéntica conclusión se deriva de la cuantía de la prima pagada por los *insiders*. Hay una relación proporcional entre ambas: cuanto peor es la evolución de la empresa con posterioridad a la oferta pública, mayor es la cobertura que los *insiders* pidieron a la compañía aseguradora. Por tanto, los aseguradores pueden deducir que las acciones se están vendiendo a un precio excesivamente elevado del hecho de que los administradores deseen un nivel

(7) Éste debe ser el criterio que debe presidir la selección de las personas que están obligadas a comunicar las operaciones: si cabe presumir que disponen de información no pública sobre la compañía.

(8) Así, parece que los administradores están en condiciones de prever, incluso con dos años de anticipación, un cambio en la tendencia de crecimiento o disminución de los beneficios de la compañía y utilizan tal información para comprar o vender. Ver: KE, S. y otros. *What insiders know about future earnings and how they use it: evidence from insider trades*. Marzo, 2002. Disponible en: www.ssrn.com

(9) Sobre el procedimiento de *bookbuilding* en las OPV y OPS ver: DE CARLOS, L. *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*. Madrid, 1998.

(10) CHALMERS, J.M.R. y otros. *Managerial Opportunism?: Evidence from Directors' and Officers' Insurance Purchases*. pp. 609 y ss.

de cobertura del riesgo de responsabilidad civil anormalmente elevado.

Los estudios empíricos demuestran que un inversor que hubiera comprado acciones de una sociedad cuando tres o más *insiders* hubieran comprado durante el mes anterior, y cuando ningún *insider* hubiera vendido, habría obtenido rentabilidades extraordinarias y significativas respecto a otro inversor semejante, lo que ha llevado a que las empresas de inversión utilicen las compras y ventas por parte de los administradores como base para realizar recomendaciones de compra o de venta.

Si los administradores compran o venden sobre la base de una información concreta, estaremos ante un caso de *insider trading*, pero no hay *insider trading* si el administrador compra o vende sobre la base de la información genérica de la que dispone acerca de la posición competitiva de la empresa, de las expectativas del mercado en el que está situada, en particular, respecto de la evolución de los beneficios⁽¹¹⁾.

Por tanto, la obligación de informar públicamente de todas las compras y ventas que realizan -si se articula adecuadamente- **dificulta el ocultamiento de las operaciones de insiders** porque, *a posteriori*, se puede saber si el administrador había comprado o vendido acciones de la sociedad que gestiona en las fechas relevantes. Por otro lado, la obligación de comunicar previene la realización de transacciones que constituyan *insider trading*. Como dice un tratadista inglés, si el público puede ver que los administradores han vendido acciones

justo antes de que se anuncie que la sociedad ha tenido grandes pérdidas “se sentirán tan avergonzados que renunciarán a vender”.

En definitiva, la comunicación de las operaciones realizadas por *insiders* **reduce la asimetría informativa entre insiders y público en el mercado**. En términos económicos, “la publicación *ex post* de las compras y ventas por parte del *insider* cambia su estrategia de equilibrio porque los creadores de mercado pueden inferir información de las compras y ventas anteriores antes de la próxima ocasión en que el *insider* compre o venda”. Los demás participantes en el mercado utilizan la información derivada de las compras y ventas realizadas por los *insiders* para tomar sus propias decisiones de compra o venta en el futuro, lo que reduce los beneficios del *insider* en las “siguientes rondas”⁽¹²⁾. En esta medida, puede decirse que la obligación de publicar reduce los beneficios de los *insiders* en comparación con una situación en la que esta regla no existiera y, también en la misma medida, se mejora la igualdad de oportunidades en el acceso a la información⁽¹³⁾, porque la obligación de publicar los *directors’ dealings* permite que se reflejen en el valor de cotización no sólo los hechos relevantes cuya comunicación por el emitente a la autoridad supervisora del mercado⁽¹⁴⁾ es obligatoria, sino también las “sensaciones” de los *insiders*, o su valoración acerca del futuro de la empresa cuando éstos son suficientemente “fuertes” como para mover al *insider* a comprar o vender acciones de la sociedad que gestiona. Al fin y al cabo, al comprar

(11) KE, B. y otros. *What Insiders Know About Future Earnings and How They Use It: Evidence From Insider Trades*. 2002. Disponible en: www.ssrn.com en diciembre de 2002. Según este estudio, los *insiders* compran y venden acciones de la sociedad de la que son *insiders* sobre la base de la información que aparecerá en la contabilidad futura de la sociedad, con una antelación de hasta dos años respecto a la fecha en la que se comunica al mercado la información contable. Así, las ventas de los *insiders* se incrementan entre tres y nueve trimestres antes de que se rompa una cadena de aumentos consecutivos en las ganancias trimestrales de la empresa. Las ventas por parte de *insiders* son mayores antes de que se inicie el período de decadencia en las ganancias de una empresa en crecimiento y se aceleran cuando se aproxima el momento en que dichas ganancias van a empezar a disminuir, pero no hay ventas anormalmente elevadas en los dos trimestres previos al cambio de tendencia.

(12) HUDDART, S. y otros. *Public Disclosure and Dissimulation of Insider Trades*. *Econometrica*. Disponible en: www.ssrn.com. Quienes señalan que, como consecuencia de la regla que les obliga a informar de sus compras o ventas, los *insiders* pueden tratar de no reducir sus futuros beneficios “disimulando” su estrategia, esto es, haciendo lo contrario de lo que sería racional (comprar en lugar de vender cuando las acciones están sobrevaloradas o vender en lugar de comprar cuando están infravaloradas) si esta conducta le permite obtener beneficios de la información privada en posteriores compras o ventas, información de la que no podrá obtener beneficio alguno si se ha hecho “pública” a través de compras o ventas anteriores; en el mismo sentido, sugiriendo que la prohibición contenida en la *Securities Act* norteamericana por la que los *insiders* no pueden obtener beneficios a corto plazo (comprando y vendiendo acciones de la sociedad que administran en un plazo inferior a seis meses sección 16 b) puede reducir el problema. JOHN, K. y R. NARAYANAN. *Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulation*. En: www.ssrn.com

(13) U. H. SCHNEIDER. *Der pflichtenausschließende Sachverhalt bei BB*. 2002. pp. 1817 y ss.; en especial p. 1818.

(14) Comisión Nacional del Mercado de Valores en el caso español, en adelante CNMV

En este sentido, las compras o ventas por parte de los administradores constituyen una expresión mucho más fiable de lo que de verdad piensan los ejecutivos y administradores de una compañía que sus declaraciones públicas, normalmente optimistas.

o vender están poniendo su dinero donde han puesto su boca, según reza el refrán anglosajón.

Los estudios demuestran también que, en ocasiones, las normas que obligan a los *insiders* a comunicar sus compras y ventas llevan a éstos a manipular al mercado mandando señales contrarias a la verdad, esto es, compran cuando la información de la que disponen les llevaría a vender y viceversa, lo que naturalmente “despista” al mercado y permite al *insider* mantener su ventaja informativa privada durante un período más largo de tiempo, lo que justifica la norma que prohíbe a los *insiders* vender a corto plazo y, aun más, justificaría una obligación de comunicar la adquisición o enajenación antes de proceder a realizarla⁽¹⁵⁾. En todo caso, la existencia de muchos *insiders* y los costes de coordinar su actuación dificultan el éxito de tal actuación manipuladora, ya que unos *insiders* podrían vender con esta intención pero no podrían evitar que otros compraran en las mismas circunstancias. Por lo demás, en la medida en que con tales actuaciones se pretende alterar artificialmente la cotización, tal conducta está ya sancionada como manipulación.

La importancia, pues, de que tales compras y ventas se publiquen no es despreciable. No obstante, en el análisis del régimen jurídico concreto que conviene a esta obligación de notificar, hay que tener muy en cuenta que, como con cualquier información, el coste de su procesamiento por el mercado es positivo y que se eleva notablemente si los destinatarios han de distinguir información de “alta” y de “baja” calidad. En lo que a estas notificaciones se refiere, habrá muchas

adquisiciones o ventas de acciones por parte de los administradores de la compañía que no incorporen información alguna sobre la compañía administrada (por ejemplo, porque el administrador haya vendido sus acciones en ese momento porque necesita dinero para sus vacaciones). El coste para el mercado de deducir información acerca de la situación de la compañía, sobre la base del “indicio” en que consiste la compra o venta de sus acciones por un *insider*, pues, se eleva. Consecuentemente, parece conveniente interpretar la obligación de forma que se dejen fuera de su ámbito de aplicación las adquisiciones o enajenaciones que **típicamente** no puedan servir para reducir la asimetría informativa entre accionistas dispersos e *insiders*.

Se ha señalado en este sentido, que la obligación de comunicar las compras y ventas puede proporcionar beneficios a los *insiders* y perjudicar al público, incluso aunque los *insiders* no dispongan de información privada. La razón se encuentra en que si el mercado no puede distinguir cuándo un *insider* vende porque cree que la empresa va a ir peor y cuándo vende porque necesita hacer caja, el *insider* puede obtener beneficios porque el mercado le “malinterprete”⁽¹⁶⁾.

3. Régimen jurídico: operaciones comprendidas.

Ha de comunicarse la compra o la venta de acciones ordinarias o privilegiadas o de cualquier tipo de valor negociable que otorgue el derecho a obtener acciones del emisor (obligaciones convertibles, warrants), así como cualquier derecho -aunque no esté incorporado a un valor negociable- a comprar o vender acciones del emisor (opciones, futuros) o derivados, esto es, activos cuyo precio dependa directa o indirectamente del precio de cotización de las acciones del emisor como las opciones que se liquidan en dinero y no con la entrega de valores (artículo 5 II y III Real Decreto No. 377/1991).

En relación con las opciones sobre acciones, el Real Decreto 377/1991 contiene una regulación específica. Lo más destacable es que se extiende la obligación de informar no solo a los administradores,

(15) KOSE, John y Ranga NARAYANAN. *Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations*. *J. Bus.* 70. 1997. pp. 217-247.

(16) FISHMAN, M.J. y K.M. HAGERTY *The Mandatory Disclosure of Trades and Market Liquidity*. En: *The Review of Financial Studies* 8. 1995. pp. 637-676.

sino a todos los directivos y “(a) los directores generales y asimilados que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de la sociedad cotizada”. Estos han de informar del “otorgamiento a su favor, y las eventuales modificaciones ulteriores, de cualquier sistema de retribución que conlleve la entrega de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo o de derechos de opción sobre éstas, o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones” (artículo 21 Real Decreto No. 377/1991).

Esta obligación no se entiende ya que, en este caso, el mercado está informado por la obligación de hacer aprobar dicho plan por la junta de accionistas, de manera que la adquisición no previene conductas de tráfico con información privilegiada. De ahí que, en principio, no habría necesidad de notificar la atribución de derechos de opción a los directivos o administradores ni **la adquisición de acciones en ejercicio de tales derechos**⁽¹⁷⁾. En todo caso, sí que habrá de notificarse la enajenación de las acciones adquiridas en virtud de tales planes de opciones, ya que dicha comunicación sí tiene efectos preventivos de *insider trading* e informativos acerca de las expectativas del administrador respecto del valor futuro de la compañía. Algún problema particular plantean los planes de opciones “fantasmas”, esto es, aquellos que no dan derecho al administrador a recibir acciones a un precio, sino a que se le entregue una cantidad de dinero equiparable a la que obtendría si se le hubiera atribuido tal derecho a recibir

acciones⁽¹⁸⁾. En estos casos, nos encontramos, en realidad, ante una remuneración **condicionada** a una determinada evolución de la cotización bursátil de las acciones, y no ante una verdadera **opción** en sentido técnico, puesto que el derecho del administrador a cobrar la cantidad de dinero depende exclusivamente de que la cotización alcance un determinado nivel, por lo que tampoco procede su publicación y, nuevamente, la publicación del hecho de que un administrador ha recibido una cantidad de dinero -porque la cotización de las acciones de la sociedad ha aumentado- podría confundir al mercado transmitiendo unas expectativas de los administradores inexistentes, puesto que el administrador ejercería la “opción” aunque esperase que las acciones subiesen aún más si el período para su ejercicio se acaba. No obstante, si el período durante el cual puede ejercitarse la “opción” es muy largo, y corresponde, por tanto, al administrador elegir éste, si el administrador no espera al final del período para ejercitar la “opción”, el momento elegido puede tener un alto valor informativo en cuanto que indica que el administrador no espera que sigan aumentando de valor las acciones a partir de ese momento⁽¹⁹⁾. Por otro lado, la equivalencia funcional entre una opción fantasma y el ejercicio de una opción de compra, se comprende si se tiene en cuenta que si el *insider* tuviera derecho a la entrega de las acciones y las hubiera vendido inmediatamente, esto es, obteniendo igualmente la diferencia en dinero, hubiera quedado sometido a la obligación de notificar la transacción. Por lo tanto, es razonable la previsión del artículo 21 Real Decreto No. 377/1991.

(17) El Derecho alemán obliga a comunicar la adquisición de acciones en ejercicio de los derechos de opción. Ver: FLEISCHER. *Zip*. 2002. p. 1227; críticamente, SCHNEIDER. *Der pflichtenauslösende Sachverhalt bei BB*. 2002. pp. 1817 y ss. Se divide un proceso unitario y la publicación carece de valor informativo porque el administrador ejercerá las opciones cuando sea rentable hacerlo, es decir, cuando las acciones coticen a un precio superior al de ejercicio de la opción previsto en el plan, de manera que su ejercicio o no, no informa de la “impresión” del administrador acerca de la evolución futura de la compañía. Es más, para evitar que la información que provoca la publicación del ejercicio de las opciones no sea engañosa, habría que exigir que se comunicara al mercado que tales adquisiciones se han producido como consecuencia de planes de opciones, y que la cotización de la sociedad es la causa de su ejercicio.

(18) SCHNEIDER. Op. cit.; pp. 1820 y 1821. Según el tipo de plan, el derecho a elegir que se le entreguen acciones o dinero corresponde al administrador o a la sociedad o bien, como se explica en el texto, el administrador tiene derecho -y la sociedad obligación- a recibir en dinero el valor de la diferencia de cotización. En los dos primeros casos, si la sociedad o el administrador eligen la entrega de acciones, no habrá de comunicarse la adquisición puesto que, como señalamos, la adquisición carece de valor informativo.

(19) Ibid. Quien añade que: “esto tendría como consecuencia que cada vez que un miembro del consejo de administración ejercitara su cash-option, el mercado lo valoraría negativamente; porque el mercado no podría distinguir si el ejercicio de la opción se produce porque se acaba el plazo para su ejercicio o porque el administrador valora negativamente la evolución bursátil. Si se obligara a publicarlo, sería el fin de los programas de opciones sobre acciones”.

También deberían comunicarse las transacciones que tengan por objeto las propias **opciones** de compra de acciones de la compañía, si éstas pueden ser transmitidas por el *insider*.

También debería comunicarse las operaciones de préstamos de acciones. En el más reciente Derecho norteamericano se obliga, además, a comunicar las ganancias obtenidas por los administradores especulando con tales valores, de forma que se reducen, nuevamente, los incentivos para negociar en los mercados con información privilegiada⁽²⁰⁾. Esto puede provocar, en ocasiones, una obligación de comunicar dos veces. Primero, cuando se adquiere, por ejemplo, la obligación convertible en acciones y, segundo, cuando se ejerce el derecho de conversión⁽²¹⁾.

Deberían preverse **excepciones** para las adquisiciones o ventas de cuantía ínfima precisamente porque con ello se aumenta el valor informativo de las adquisiciones que sí se comunican. Sin embargo, la Directiva Comunitaria no prevé una excepción *de minimis*. Si la obligación de comunicar se refiere a la compra y venta, no habría obligación de hacerlo cuando el administrador adquiere las acciones como consecuencia de una herencia, ejecución de una prenda o de una donación⁽²²⁾.

También es una cuestión relevante de política legislativa la de decidir si en la comunicación de la adquisición, deben explicarse las circunstancias en las que se ha hecho la misma, para evitar sobrereacciones de los inversores. En efecto, el administrador puede vender porque cree que las perspectivas para la empresa serán peores el año que viene, o porque se ha comprado una casa o ha tenido que operar a su hijo; de ahí que sea preferible

no exigir que se expliquen las circunstancias por las que se vende o se compra⁽²³⁾. El artículo 8 Real Decreto No. 377/1991, al establecer el contenido de la comunicación, no incluye ningún apartado en el que deban darse explicaciones acerca de los motivos de la transacción.

4. Momento en el que debe comunicarse la transacción.

Una cuestión muy discutida es el **momento** en el que debe comunicarse la realización de la transacción. En el Real Decreto No. 377/1991, hay una declaración **inicial** del volumen de acciones de la sociedad que ostenta el administrador cuando accede al cargo o cuando la sociedad comienza a cotizar (artículos 5 y 6.2 Real Decreto 377/1991). En principio, parece que el negocio ha de comunicarse inmediatamente después de su realización, esto es, de la celebración del contrato que da derecho al administrador a las acciones o que obliga al administrador a entregar las acciones⁽²⁴⁾. El Real Decreto No. 377/1991 obliga, en su artículo 9, a comunicar la operación “dentro de los siete días hábiles siguientes a la fecha del contrato”.

Hay algunos argumentos a favor de imponer una *pretrade disclosure*. Aunque imponer la obligación de comunicar estas adquisiciones **antes** de que se lleven a cabo no es deseable, por las consecuencias perturbadoras que la publicación de meras intenciones puede tener, el carácter previo de la obligación reduce mucho más efectivamente la realización de actos del *insider trading* y permite que se reflejen en la cotización las informaciones que llevan a los administradores a comprar o vender

(20) En concreto, la nueva sección 16 (b) de la *US-Securities Exchange Act* obliga a los administradores a comunicar las ganancias obtenidas en un plazo inferior a seis meses. SCHNEIDER, V. 2002. p. 474. Quien se muestra partidario de extender a Alemania semejante obligación.

(21) SCHNEIDER, BB. 2002. p. 1819.

(22) SCHNEIDER, AG. 2002. p. 474.

(23) FLEISCHER, Zip. 2002. p. 1227. “(e)n primer lugar, porque el riesgo de *noise trading* es muy inferior en el caso de compras por parte de los *insiders* que en el caso de ventas; en segundo lugar, disminuye cuando se tiene en cuenta agregadamente las compras y ventas de todos los *insiders*; en tercer lugar, los motivos no pueden publicarse en una forma estandarizada y en cuarto lugar, tal publicación afecta a derechos individuales. Ahora bien, manifestaciones voluntarias por parte del administrador no se pueden impedir”. SCHNEIDER, AG. 2002. p. 475.

(24) SCHNEIDER, BB. 2002. p. 1819. Recurriendo a la regulación del *insider trading* y a una interpretación conforme con la Directiva. Quien añade que, de acuerdo con la finalidad de la norma, los *insiders* han de comunicar también las operaciones en las que adquieren y revenden inmediatamente los valores y que han de comunicarse las órdenes de compra o venta con entrega aplazada de las acciones y las órdenes que se ejecutarán en el extranjero aunque, de acuerdo con el Derecho del país donde se depositen las acciones resulte que el *insider* no tenga un derecho de propiedad sobre las mismas (*trust*). No ha de notificarse, por el contrario, la pignoración de acciones. En el caso de compras condicionadas suspensivamente, la comunicación habrá de producirse cuando se cumpla la condición

antes de que éstos lo hagan y, por tanto, evita el beneficio particular de tales informaciones equiparando a los *insiders* con los inversores dispersos. En sentido contrario, sin embargo, si las informaciones que llevan a los administradores a vender o comprar no constituyen información privilegiada (porque no son concretas y precisas o porque no son susceptibles de provocar una modificación significativa de la cotización), obligar a los administradores a anunciar previamente a su realización su voluntad de adquirir acciones puede impedir que esas informaciones se “publiquen” a través de la compra de acciones que realizan los administradores, ya que se priva a éstos de los incentivos para realizar las compras y ventas si no pueden obtener ganancia con ello. La cuestión es, pues, decidir si queremos impedir o promover este tipo de negocios por parte de los administradores⁽²⁵⁾.

Una alternativa consiste en establecer determinados períodos al año, de carácter fijo, en los que se permita a los administradores comprar o vender quedándoles prohibido hacerlo el resto del tiempo (*close periods*)⁽²⁶⁾.

5. Sujetos afectados.

Subjetivamente, el artículo 83 bis 4 LMV, a diferencia de lo dispuesto en el Real Decreto No. 377/1991 y siguiendo a la Directiva, incluye no sólo a los consejeros sino también a los ejecutivos de la compañía, a los accionistas significativos y a los familiares directos de éstos, con el objeto de evitar la utilización de personas interpuestas para evitar el cumplimiento de la obligación⁽²⁷⁾. El artículo 83 bis 4 LMV habla de personas que tengan un vínculo estrecho con el administrador o directivo. En el Derecho alemán se incluyen como tales al cónyuge,

al conviviente de hecho y a los parientes de primer grado. El artículo 7 Real Decreto No. 377/1991 obliga a comunicar “(l)as adquisiciones o transmisiones o participaciones de los hijos que tengan bajo su patria potestad y las de sus cónyuges, salvo que las mismas se refieran a acciones que les pertenezcan privativamente”. Debería, por último, extenderse a los **administradores salientes** al menos durante un plazo de seis meses, tal como prevé la legislación norteamericana.

La delimitación utilizada por el artículo 83 bis 4 LMV parece la más correcta porque la simple referencia a parientes y a sociedades controladas por el administrador plantea problemas interpretativos que pueden conducir a una delimitación excesivamente estrecha. Piénsese, por ejemplo, en las adquisiciones realizadas por sociedades en las que el administrador tiene una participación significativa mas no suficiente para controlar; pero en la que familiares del administrador ostentan participaciones de forma que hay un control *de facto* respecto de las mismas por parte del administrador y sus familiares.

En el caso español, plantea problemas específicos el supuesto del **administrador-persona jurídica** ya que es preciso determinar si las adquisiciones o enajenaciones que han de ser comunicadas son las de la persona jurídica o las de la persona física representante. A nuestro juicio, dada la finalidad de la norma, la respuesta obligada es **ambos**. En efecto, la persona jurídica **es** el administrador, y por medio de la persona física dispone de la información cuya utilización desea controlar el legislador. En cuanto a la persona física-representante, es claramente un *insider* y, por lo tanto, ha de limitarse el uso que pueda hacer de la información que obtiene. Esta conclusión se refuerza

(25) FLEISCHER. *Zip*. 2002. p. 1227. Quien informa de los estudios empíricos que demuestran que los *insiders* compran en cantidades importantes antes de que se publiquen buenas noticias sobre las empresas y venden antes de que se comuniquen malas noticias. En este punto ha de tenerse en cuenta que los primeros en conocer noticias sobre otras empresas son los directivos y administradores de las demás.

(26) *Ibid.*; p. 1228; con más indicaciones.

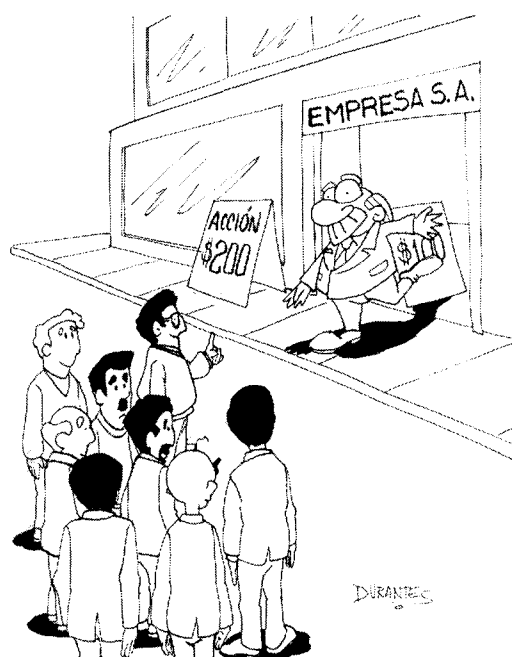
(27) *Ibid.*; p. 1226 no puede obligarse a los parientes a que declaren ellos mismos las compras o ventas. Por tanto, lo lógico es considerar tales compras como realizadas por el administrador e imponer a éste la obligación de publicar su realización. Y la posible objeción por parte del administrador en el sentido de que él no tiene por qué haber conocido que sus parientes han realizado compras o ventas, puede orillarse imponiendo al administrador una obligación de proveerse de tal información. Así lo dispone el artículo 7.2 Real Decreto 377/1991: “el deber de incluir en la propia comunicación las adquisiciones, transmisiones o participaciones recaerá en el cónyuge o progenitor que ostente la condición de consejero de la sociedad cotizada”, sin perjuicio de la obligación del otro de comunicar la adquisición cuando supere el porcentaje del 5 por ciento. Schneider, sin embargo, apoyándose en los materiales prelegislativos afirma que “*ihr Erwerb oder ihre Veräußerung wird nicht etwa dem Organmitglied zugerechnet. Sie sind vielmehr selbst in Person offenlegungspflichtig*”.

si se tiene en cuenta que, tanto la Directiva como la legislación española incluyen no sólo a los administradores sino **también a los directivos** como sujetos obligados por la norma, siendo así que es perfectamente equiparable la posición de una persona física -representante del administrador-persona jurídica y un ejecutivo de la compañía que no sea administrador.

6. *Directors' dealings* en grupos de sociedades.

Problemas especiales se plantean respecto del cumplimiento de la obligación del artículo 83 bis 4 LMV **en los grupos de sociedades** ⁽²⁸⁾. Así, en primer lugar, y en lo que hace a los casos en los que el que compra o vende acciones de la compañía no es el propio administrador **sino una sociedad por él controlada**, la cuestión debe resolverse con arreglo a dos principios. Por un lado, que la Directiva, al fijar subjetivamente los obligados a notificar sus adquisiciones y enajenaciones, no incluye a cualquier sujeto **bajo el control o la influencia** del administrador. Por otro, que ha de reprimirse el fraude de ley, esto es, atender a la finalidad de la norma. Consecuentemente, habrá de notificarse las adquisiciones o enajenaciones realizadas por cualquier tercero **por cuenta** del administrador y aquellas realizadas por personas jurídicas **interpuestas**, es decir, típicamente, los casos de sociedades de las que el administrador sea socio único o socio muy mayoritario, de manera que pueda afirmarse que las decisiones de la sociedad han sido tomadas a iniciativa y bajo el control del administrador. En tales casos, resulta realmente artificioso afirmar que **no ha sido** el administrador el que ha realizado la adquisición o la enajenación ⁽²⁹⁾.

Además, habría que resolver si la adquisición de acciones de la **matriz** debería notificarse cuando el que realiza la compra es el administrador de **una filial** ⁽³⁰⁾. De acuerdo con la *ratio* de la norma, el criterio para imponer la obligación de notificar en un grupo de sociedades debería encontrarse en la **participación del administrador**, de cualquier



sociedad del grupo, en **las decisiones del grupo cuya cabeza es la sociedad cotizada**. Si la obligación de notificar las adquisiciones se impone por la asimetría informativa existente entre los *insiders* y el público en general, no parece razonable imponer al consejero de la filial española de una multinacional norteamericana la obligación de notificar la adquisición de acciones de la matriz por su parte. El “valor informativo” de semejantes operaciones sería muy pequeño.

Así, la regla 16(a)-1 (f) de la *Securities Exchange Act* obliga a notificar las adquisiciones o enajenaciones a “(a)ny other officer who performs a policy-making function, or any other person who performs similar policy-making functions for the issuer” estableciendo que “officers of the issuer’s parent(s) or subsidiaries shall be deemed officers of the issuer if they perform such policy-making functions for the issuer” ⁽³¹⁾.

También hay que decidir si la obligación de notificación se extiende a las adquisiciones o

(28) Para lo que sigue, ver: SCHNEIDER. *AG*. 2002. pp. 475-477.

(29) *Ibid.*; p. 475.

(30) *Ibid.*; p. 476.

(31) *Ibid.* Quien considera que el artículo 6.4 de la Directiva impide entender que también en Europa se extiende la obligación de notificar a los administradores y directivos de otras sociedades del grupo al que pertenece el emisor. Ver: *Supra* Nota 19.

enajenaciones de acciones de sociedades filiales, participadas mayoritariamente o incluidas de cualquier otra forma en el grupo de sociedades de la compañía de la que el que actúa es administrador⁽³²⁾. Al respecto, parece razonable no exigir notificar las adquisiciones o enajenaciones de acciones de filiales o participadas cuando, aunque dicha transacción se realice por idénticas razones por las que adquiriría o vendería acciones de la matriz, la relevancia de la filial en relación con el conjunto del grupo sea tan pequeña que ni siquiera una evolución brusca de la filial (aumentando sus beneficios o sus pérdidas) pueda afectar significativamente a la evolución del grupo en su conjunto. Téngase en cuenta que, de acuerdo con la *ratio* de la norma, las actuaciones impropias de *insiders* en algunas de las filiales sólo son relevantes a efectos de la norma si influyen de forma significativa en la cotización de la matriz.

Una solución simple pasa por obligar a informar de tales compras o ventas cuando la sociedad filial sea una sociedad cotizada también, o cuando pueda afirmarse que las noticias que se publican sobre la filial afectan, normalmente, a la cotización de la matriz.

Señala Schneider que la extensión analógica de la obligación de notificar resulta muy complicada dado que se trata de una obligación que lleva aparejadas sanciones administrativas, por lo que la aplicación del principio de legalidad y demás principios aplicables al Derecho administrativo sancionador la impedirían⁽³³⁾. Naturalmente, y dada la clara remisión legal, el Ministro o la CNMV podrían extender la obligación de notificar, pero en el Real Decreto No. 377/1999 no lo ha hecho. En todo caso, parece haber un límite expreso a tal extensión en el tenor literal del artículo 83 bis 4 que se refiere a los administradores y de más personas que desempeñen cargos en la **propia sociedad emisora** de los valores sobre los que negocia, lo

que dificultaría la extensión de la obligación a los administradores de las filiales.

7. Comunicación de la adquisición o enajenación.

En cuanto a la *comunicación*, el administrador ha de notificar la adquisición o enajenación a la propia sociedad cotizada, a las sociedades rectoras de las Bolsas donde coteje y a la CNMV (artículo 1.1 Real Decreto No. 377/1991)⁽³⁴⁾ y éstas le darán la publicidad. La forma en que se publica la información no parece acorde con la finalidad de la norma. En la página web de la CNMV se recoge bajo el epígrafe de “participaciones significativas” el volumen de acciones de la sociedad emisora que, en cada momento, ostentan los miembros del Consejo de Administración; pero no se obtiene información alguna acerca de las fechas en las que las adquisiciones se hicieron, ni el precio al que se hicieron ni la cuantía de la adquisición o venta en cada operación. Las cifras salen, suponemos, de las comunicaciones a las que se refiere el Real Decreto No. 377/1991. Pero lo acorde con la finalidad de la norma es que se haga constar **cuándo y cuántas acciones** compraron o vendieron los administradores. Sólo si tal información está disponible puede ser útil la obligación de comunicar como medio para prevenir el *insider trading*.

8. Responsabilidad.

No hay problema para admitir la posibilidad de una acción de responsabilidad extracontractual (artículo 1902 CC) contra el administrador que incumple esta obligación -o la de *insider trading* o la de comunicar los hechos relevantes- y causa daño a un inversor determinado. En los Estados Unidos se excluye esta responsabilidad. Lo que será muy difícil es establecer el nexo causal entre la falta de publicación de la adquisición y el daño al inversor individual. 卅

(32) Ibid.; pp. 475 y 476.

(33) Ibid.; p. 477.

(34) En Alemania, se facilita el cumplimiento de la obligación a través de la sociedad que gestiona la comunicación de los hechos relevantes, la DGAP, una *joint-venture* de Reuters y de la Bolsa alemana, la cual facilita una página web www.directors-dealings.de en la que los administradores obligados pueden comunicar la información sobre los negocios realizados sobre acciones de la sociedad que administran.