

LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO Y EL INSIDER TRADING

Aldo Reggiardo Denegri
Bachiller en Derecho
Ex-miembro de
THĒMIS-Revista de Derecho

Manuel A. Ugarte Maggiolo
Abogado
Ex-miembro del Comité Directivo
de THĒMIS-Revista de Derecho

1. INTRODUCCIÓN

Con la promulgación de la nueva Ley del Mercado de Valores, aprobada mediante el Decreto Legislativo 861¹, se abre una real expectativa en torno al fortalecimiento y consolidación del desarrollo de nuestro mercado de valores.

El estancamiento de este sector en décadas pasadas, fue el resultado de una legislación ineficaz, controlista y anquilosante. Afortunadamente, la nueva legislación promulgada, al igual que las reformas políticas y económicas introducidas por el actual gobierno a inicios de la presente década, buscan contribuir de manera sustancial a la difusión y desarrollo de nuestro aún incipiente mercado de valores.

Esta legislación busca otorgar a los empresarios instrumentos con los cuales puedan asumir el reto de la competencia internacional; y es que con la obtención de financiamiento en el mercado de valores se logra reducir los costos que los medios de intermediación financiera indirecta y tradicional imponen. La nueva regulación del mercado de valores busca cumplir con dicho cometido.

Históricamente, las empresas obtuvieron el capital necesario para cumplir con sus objetivos de producción y desarrollo de diversas maneras: a través de sus accionistas, vía aumentos de capital; a través de financiamientos externos, vía los préstamos obtenidos especialmente de las entidades bancarias o financieras; y, a través de la reinversión en la propia

Rentabilidad para el inversionista y financiamiento para la empresa emisora son algunos de los principales objetivos que se persiguen a través del mercado de valores. Dichos fines difícilmente podrían conseguirse sin la debida transparencia, tanto en la información como en las operaciones del mercado.

En este contexto, la información adquirida por las personas que se vinculan con la empresa viene a convertirse en un factor determinante para el desarrollo de la transparencia, según la forma en que sea empleada. Los autores se adscriben a la línea establecida en nuestra legislación, apostando por la prohibición del uso indebido de la información privilegiada -insider trading-. Asimismo, se nos dará a conocer los orígenes y evolución de esta última figura, destacando la importancia que debería asignársele dentro del marco de un mercado de valores que aspira a desarrollarse.

¹ Debe tenerse en consideración que las Resoluciones Conasev que se mencionan en el presente artículo fueron promulgadas al amparo del Decreto Legislativo 755.

empresa de los excedentes conseguidos en su desarrollo empresarial.

El mercado de valores surgió como una nueva alternativa de financiamiento, a través de la cual se otorgó a las empresas la ventaja de contar con liquidez de una manera más eficiente.

Por medio del mercado, las empresas pueden recurrir a los inversionistas o a grupos organizados de éstos² para lograr una mayor captación de fondos que les permita desarrollar de una mejor manera sus proyectos empresariales.

La aplicación en nuestro medio del esquema antes señalado viene incentivando a que las empresas nacionales -antes cerradas y familiares- reacondicionen sus estructuras accionarias y se vayan convirtiendo en empresas abiertas y de capital difundido. Cabe destacar que, en muchos casos, los inversionistas que acceden a través del mercado de valores a estas empresas no centran su interés en el control de la empresa respecto de la cual adquieren acciones, sino en la rentabilidad que éstas les ofrecen³.

Como podrá advertirse, el principal beneficio de la existencia de un mercado de valores es permitir que las empresas emisoras de los títulos que en él se negocian accedan a una fuente de financiamiento, generalmente de mediano o largo plazo, de mucho mayor rentabilidad que las tradicionales, canalizando los excedentes y ahorros de los particulares, tanto externos como internos, en actividades de producción.

Paralelamente, la existencia del mercado de valores permite a los inversionistas contar con una alternativa para obtener mayores beneficios que los que podrían obtener por cualquier otra forma de ahorro. Resulta fácil advertir que el inversionista accede al

mercado de valores, luego de haber ahorrado previamente dinero no consumido, queriendo colocarlo en una inversión que le genere una mayor rentabilidad, en relación al riesgo de la misma⁴.

En virtud de ello, al mercado de valores le corresponde crear los mecanismos adecuados para proteger al inversionista, pues como bien señala Julio Salas⁵, si el inversionista no se siente protegido, simplemente no acudirá al mercado; y si éste no acude al mercado, no habrá inversión; y si no hay inversión, simplemente no existirá financiamiento empresarial a través del mercado de valores.

El presente trabajo intenta analizar, dentro de la coyuntura de la promulgación de una nueva Ley del Mercado de Valores, el fundamento sobre el cual se asienta todo mercado de valores, cual es la transparencia del mercado, así como la figura del *insider trading*.

2. LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO. APUNTES CONCEPTUALES

La transparencia del mercado, como señalamos anteriormente, es tal vez el principio fundamental en que se basa el desarrollo del mercado de valores, y en especial del mercado bursátil. La noción de transparencia del mercado fue esbozada por Louis Brandeis, inspirador de la legislación de los Estados Unidos de América en materia de mercado de valores a principios del presente siglo, siendo la siguiente frase la que resume su filosofía: "la publicidad es justamente encomiada como un remedio para enfermedades sociales e industriales. Se dice que el sol es el mejor desinfectante, la luz eléctrica el policía más eficiente"⁶.

A través de la evolución de los distintos mercados bursátiles, esta concepción ha ido desarrollándose hasta la actualidad. Así, podemos definir la transpa-

² Debe entenderse por inversionistas institucionales, a aquellos organizados en empresas o corporaciones dedicadas de manera organizada y especializada a la compra de valores. Algunos ejemplos de inversionistas institucionales son las compañías de seguros, las administradoras de Fondos Mutuos, las Administradoras de Fondos de Pensiones, etc.

³ Aquellos cuyo interés en la empresa sólo reside en la rentabilidad de los valores que poseen, son conocidos como rentistas. El término rentista debe ser entendido en su acepción más amplia, en el sentido de que la separación entre aquellos que controlan las corporaciones y los propietarios de las acciones de éstas, es tan diferenciada, que a un grueso de estos últimos sólo les interesa obtener las ganancias de sus acciones sin importarles quién o quienes están en el control de la corporación, dado que su interés reside únicamente en la rentabilidad de éstas. Para mayor abundamiento en el tema leer PEJOVICH, Svetozar. En: "Fundamentos de Economía: Un enfoque basado en los Derechos de Propiedad."

⁴ BOLLINISHAW, Carlos y GOFFAN, Mario. "Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles". Editorial Abeledo-Perrot. Buenos Aires, p.9

⁵ SALAS SÁNCHEZ, Julio. "El Papel del Mercado de Valores en la Nueva Ley General de Sociedades". En: THEMIS- Revista de Derecho. Número 31. Página 63.

⁶ Tomado de la cita de PAYET, José Antonio. "El Mercado de Valores y la Protección de los Inversionistas". p.71 En *Ius et Veritas* Número 12. Página 71.

rencia 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 las empresas que pretenden emitir valores en el mercado o que, habiéndolos emitido, circulan en él.

Como bien señala José Tola⁷, “el término transparencia se emplea para indicar la necesidad de contar con mecanismos que permitan el acceso por parte de todas las entidades y personas que de alguna manera participan en el mercado de valores -particularmente de los inversionistas- a una adecuada información con respecto a los valores que se negocian en el mercado y a los emisores de dichos títulos”.

De igual forma, el profesor Alberto Bercovitz⁸, efectuando una síntesis de los principios reguladores del mercado de valores, en especial de los principios relativos a la operatividad del mercado, señala que el principio de información se refiere a que todas las entidades emisoras de títulos que se ofrecen públicamente o se negocian en el mercado de capitales, deben estar legalmente obligadas a ofrecer una información fidedigna, suficiente, efectiva, actualizada, continuada e igual para todos. Asimismo, define al principio de transparencia “como aquel principio que permite la existencia de mecanismos a través de los cuales se permita dar a conocer a los inversores y en general a todos los agentes del mercado, los datos básicos sobre las operaciones realizadas en él”.

Es de suma importancia tomar en cuenta lo expresado por Bercovitz en torno a la necesidad de que los inversionistas cuenten con la información adecuada respecto de las operaciones realizadas en el mercado. Coincidimos en ello, añadiendo que es sumamente necesario que dicha información no sólo circule entre los agentes del mercado, sino que la misma sea completa, oportuna -y en principio- igual para todos.

Por su parte, José Cachón se refiere al principio de transparencia como una aplicación particular del principio de amplia información. En ese sentido, afirma que resulta necesario que aquellas situaciones del mercado de valores que contribuyan a una mayor comprensión de la situación económica de una sociedad y del mercado, y a una eficaz toma de decisiones

por parte de los inversores deben ser transparentes y públicas. Así, señala como ejemplos de información necesaria, la relación de accionistas que controlan una empresa, sus estados financieros, etc.

De otro lado, Fernando Vidal⁹ señala que “el principio de transparencia surge como respuesta a la necesidad de los inversionistas de contar con amplia información sobre las empresas cotizantes y el mercado. A su vez, añade que la transparencia del mercado exige que dicha información provenga de las sociedades emisoras de los valores, lo cual contribuye a la formación objetiva de los precios”.

Como señalan los tratadistas a los que nos hemos referido, la transparencia del mercado, entendida como el acceso a la información oportuna y veraz, es necesaria para lograr un mercado eficiente. Sin embargo, la difusión de la información al mercado tiene, por excepción, ciertas limitaciones dentro de las cuales se encuentran principalmente las referidas a los secretos de producción, a las políticas gerenciales de dirección empresarial y, en general, a toda aquella información que pudiera generar a cualquier empresa una situación de peligro frente a sus competidores en el mercado.

La transparencia en el mercado presenta dos aspectos fundamentales: la transparencia en el manejo y acceso a la información, y la transparencia en torno a las operaciones que se realicen en él.

En lo que sigue del presente trabajo desarrollaremos estos dos aspectos, así como sus implicancias dentro del mercado.

2.1 La Transparencia en la información

Como se sabe, todo emisor que pretenda realizar una oferta pública en el mercado, tiene la obligación de inscribir la emisión de los valores en el Registro de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (“Conasev”). De igual forma, si éste pretendiera que los valores se negocien en rueda de bolsa, éstos deberán registrarse en la Bolsa de Valores.

La inscripción de un valor supone, por parte del emisor, el sometimiento a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, así como al cumpli-

⁷ TOLA, José. “El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú”. Mars Comunicación S.R.L. Lima-Perú, 1994, p.341

⁸ Tomado de la cita de CACHÓN BLANCO, José Enrique. “Derecho del Mercado de Valores”, p. 124

⁹ VIDAL, Fernando. “La Bolsa de Valores” Cultural Cuzco Editores. Lima- Perú. p.412 y 413.

miento de las obligaciones que emanen de las normas que la Conasev pudiera dictar.

En ese sentido, el artículo 28¹⁰ de la Ley del Mercado de Valores señala que la obligación de informar implica que el emisor de un valor determinado informe a la Conasev y a la Bolsa respectiva, los hechos de importancia sobre sí mismo, el valor o la oferta que de cada título se haga, así como la divulgación de tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna.

La legislación nacional, en nuestra opinión, parte de la premisa de considerar que sólo a través de la información masiva, oportuna y suficiente se puede lograr un nivel de eficiencia razonable en las transacciones de intercambio; por lo tanto, una mayor optimización de éstas impone a los agentes tenedores de información, la obligación de informar.

La necesidad de contar con un mercado eficiente tiene como elemento sustancial la información y el acceso del público en general a ella. "Un mercado eficiente es aquel donde la información está ampliamente disponible y a bajo costo para los inversionistas, y en el que toda la información relevante y alcanzable se encuentra ya reflejada en los precios de los títulos negociables".¹¹ Por ello, se entiende la necesidad de informar como requisito primordial en el mercado, pues sólo a través de la información se logrará un mercado eficiente y accesible a los inversionistas.

Respecto a la obligación de informar recogida en el artículo 28 de la nueva Ley del Mercado de Valores, convendría preguntarse a qué hace referencia el mencionado artículo cuando señala los hechos de importancia que deberá de informar el emisor de un valor. El propio artículo refiere en su segundo párrafo que "la importancia de un hecho se mide por el grado de influencia que éste pudiera ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en un valor determinado".

Cabe señalar que el legislador, a través de la utilización del término inversionista sensato, crea un *standard* jurídico que será determinado mediante la actuación administrativa y judicial. La referencia por sí sola a la frase en cuestión podría suponer una

seria controversia jurídica, toda vez que la sensatez del departamento de investigación de una administradora de fondos de pensiones no puede ser igual a la de un inversionista individual.

En los Estados Unidos de América se utiliza el término "sofisticación" para distinguir a los inversionistas, estableciéndose por ejemplo distinciones en torno al registro de una oferta, dependiendo de a quién sea ésta dirigida. Es así que la ley asume un mayor grado de sofisticación por parte de ciertos inversionistas (inversionistas calificados), exigiendo menores formalidades cuando la oferta es dirigida a éstos, siendo mayores éstas cuando la oferta se dirija a un inversionista no calificado.

Esa misma línea el artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores establece que se considerará oferta privada la que esté dirigida exclusivamente a los inversionistas institucionales.

Pero, ¿qué hecho puede modificar la decisión de invertir o no en un valor? Para solucionar esta interrogante, la Conasev ha dictado normas reglamentarias que permiten establecer parámetros respecto a los cuales determinar qué se considera como un hecho de importancia y por tanto objeto de información. La Resolución No. 446-92-EF/94.10.0 puntualiza en su artículo 2 aquellos hechos que deben considerarse como de importancia, incluyendo entre ellos la aplicación o distribución de utilidades, la emisión de obligaciones de oferta pública, toda variación en el capital social, las modificaciones en el objeto social de la empresa, etc.

La referida enumeración señala de forma abierta algunos de los hechos realizados por el emisor a considerarse de importancia y por tanto de obligatoria divulgación, lo cual no implica que únicamente aquellos hechos mencionados en la Resolución deban ser considerados como hechos de importancia. En ese orden de ideas, consideramos que deberá ser la jurisprudencia administrativa o judicial, según fuera el caso, la encargada de trazar el camino respecto de aquellos hechos que deben considerarse de importancia o no y, por tanto, de obligatoria información.

¹⁰ Artículo 28.- El registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a la CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso.

La importancia de un hecho se mide por el grado de influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no invertir en el valor".

¹¹ BREALY y MYERS, "Principles of Corporate Finance". Mc Graw-Hill, Third edition. Pág 346.

Por otro lado, José Antonio Payet sostiene que los hechos de importancia implican un análisis abstracto sobre la relevancia de la información para un hipotético inversionista sensato o razonable. No se trata pues, de un análisis sobre la importancia otorgada a la información respecto del inversionista concreto.¹²

Como señaláramos anteriormente, el referido artículo 19 indica de igual forma que la divulgación de los hechos debe realizarse en forma veraz, suficiente y oportuna. Este requisito de veracidad proscribire la divulgación de información falsa buscando evitar el perjuicio que ocasionaría a los eventuales inversionistas la toma de decisiones ineficientes respecto a una posibilidad de inversión en base a esta información. De igual forma, el requisito de veracidad será incumplido cuando la información proporcionada sea inadecuada, engañosa o ambivalente.

La información suficiente supone que la información requerida al emisor de un título no omita ningún hecho de importancia que pudiera afectar la toma de una decisión razonable por parte del inversionista.

Finalmente, la necesidad de información oportuna se refiere a la necesidad de ésta en el momento cierto y adecuado, y que la misma no sea desfasada ni tardía. La información por ello, debe darse no sólo al momento de la emisión de los valores, sino todas las veces que se produzca un hecho de importancia.

Cabe reiterar, sin embargo, que existen excepciones por las cuales se faculta a las empresas a hacer reserva de aquella información de importancia sobre determinados hechos o antecedentes que no sean de conocimiento público y cuya divulgación podría afectar seriamente el interés social.

¿Pero qué es lo que se busca con la información? Se busca principalmente, como señala Nuñez-Lagos¹³, seguridad, pues no puede haber seguridad jurídica sin una clarificación de las bases informativas necesarias para las decisiones de los ahorradores.¹⁴

La información, sin lugar a dudas, es el pilar en el que se asienta todo el desarrollo de nuestra normatividad respecto del mercado de valores. En razón a ello, resulta necesaria para que el inversionista pue-

da tomar sus propias decisiones de inversión evaluando los riesgos y costos con un nivel razonable de certidumbre respecto de las transacciones que pretenda realizar.

La Corte de Apelación del segundo circuito de los Estados Unidos de América en un caso seguido por la *Security Exchange Commission* ("SEC") contra *Texas Gulf Sulphure Co*¹⁵ señaló, al momento de considerar como información relevante la elección de una conducta en una operación, que la prueba fundamental para determinar qué información es relevante es aquella a la que un hombre razonable le otorgaría importancia. Los hechos relevantes incluyen no sólo información respecto a las ganancias o dividendos a distribuirse, sino también aquellos hechos que afectarían el futuro de la sociedad, así como aquellos que puedan afectar los deseos de los inversionistas de comprar, vender o mantener las acciones de la sociedad.

Creemos que la legislación nacional recoge adecuadamente la posición antes señalada en cuanto a la determinación de qué información es la adecuada para que los inversionistas tomen sus propias decisiones.

En ningún caso, sin embargo, una regulación de este tipo deberá imponer restricciones administrativas o burocráticas que signifiquen un costo adicional para las empresas. Por ello, en la aplicación de las normas relativas al suministro de información recogidas en la actual legislación como en las futuras normas que se pudieran dictar, el legislador deberá tener sumo cuidado, pues éstas pueden generar sobrecostos a las empresas, en razón de la carga burocrática que dicho suministro de información pueda generar.

Debe tomarse en cuenta que ninguna legislación del mercado de valores debe determinar o calificar si un inversionista debe invertir o no en un valor; tan sólo debe limitarse a exigir la disponibilidad de la información mínima necesaria para que un inversionista pueda tomar por sí mismo la decisión de invertir o no.

Entendemos en este sentido que una legislación de este tipo no debe concebir al inversionista como un sujeto incapaz de tomar sus propias decisiones, adoptando una posición paternalista que inclusive

¹² PAYET, José Antonio. Op cit. p.74

¹³ NÚÑEZ-LAGOS, José Manuel. "Nuevas Tendencias de la Seguridad Jurídica en el Tráfico Bursátil". Civitas-Madrid., 1993, p.134

¹⁴ Nuñez-Lagos asimila la figura de ahorradores con la de inversionistas.

¹⁵ Citado en CARY y EISEMBERG, "Corporations, Cases and Materials" Foundation Pres, New York. 6th Ed. p.729

llegue a extremos inaceptables tales como dirigir las posibilidades de inversión en el mercado.

2.2. La Transparencia en las Operaciones

Tan importante como la transparencia en la información a la cual hemos hecho referencia en las líneas precedentes es la transparencia en las operaciones y transacciones en el mercado. Lo que se busca a través de ésta es, principalmente, que los operadores que intervienen en el mercado cuenten con la información oportuna y veraz respecto de las ofertas de compra y venta de valores, con detalles tales como la cantidad y precio de su negociación, así como de cualquier otra información necesaria y relevante que pudiera influir en la formación de los precios de los valores; lo que genera la posibilidad para el inversor de evaluar las tendencias y proyecciones de los precios de los valores transados en el mercado. De igual forma, la transparencia en las operaciones está orientada a evitar actos indebidos por parte de los agentes de intermediación financiera que pudieran perjudicar el interés de los inversionistas y entorpecer el libre intercambio en el mercado.

Las transacciones que se realizan en el mercado de valores, debido principalmente a su variedad y complejidad, así como a la problemática financiera que encierran, requieren de agentes especializados que intermedien entre los inversionistas interesados en comprar y aquellos interesados en vender sus valores en mercados de alta especialización. En tal sentido, estos agentes especializados tendrán la responsabilidad de asesorar a los interesados respecto a sus necesidades de inversión, así como de operar en el mercado con base en las órdenes que éstos les pudieran dar respecto a la venta o adquisición de un determinado valor.

El señalado nivel de dificultad que encierran las operaciones que se realizan en el mercado de valores determina que los intermediarios financieros cumplan con el delicado rol, no sólo de fomentar las transacciones en el mercado, sino también de velar por la transparencia del mismo, desde el momento inicial de las operaciones. La ley, en razón de ello, ha previsto cargas y deberes que deberán afrontar en resguardo del interés de los inversionistas.

Así, por ejemplo, el artículo 171 de la Ley del Mercado de Valores, impone un *standard* de conducta a los agentes de intermediación al señalar que éstos

están obligados a realizar sus actividades con diligencia, lealtad e imparcialidad, otorgándole prioridad absoluta al interés de su comitente.¹⁶

De igual forma, y con el afán de contribuir con la transparencia de las operaciones en el mercado, la Conasev ha previsto un sistema de órdenes y recepción de operaciones, mediante el cual se pretende que las sociedades agentes de bolsa lleven un registro sistematizado de las órdenes de sus clientes y la asignación de las operaciones en estricto orden cronológico, lo que a la postre permitirá el control de las operaciones y la consecuente transparencia en la ejecución de las mismas.

El mecanismo previsto para ello supone que el cliente que pretenda realizar operaciones en la bolsa de valores debe registrarse necesariamente ante una sociedad agente de bolsa, la cual procederá a asignarle un código, quedando de esta manera formalizada la operación cliente-sociedad agente. El código asignado figurará en todas las operaciones que realice el cliente de la sociedad con posterioridad. Esto generará la posibilidad de control de la actuación de la sociedad agente respecto del movimiento de las operaciones, tanto por parte de la Conasev como por parte del inversionista.

En general, la normatividad que regula el mercado de valores ha previsto la manera de proteger y difundir la transparencia en las operaciones. Así por ejemplo, la Resolución Conasev No. 908-91-EF/94.10.00, reglamento de los agentes de intermediación, prevé en su Capítulo V, y específicamente en sus artículos 42 y 43, la necesidad de que los intermediarios informen a la Conasev, dentro de los treinta días calendario de vencido cada mes, sobre la composición consolidada mensual de las carteras de inversión que administren, las operaciones por cuenta propia realizadas en dicho período y los préstamos que se hubiesen otorgado, mencionando sus condiciones, las emisiones de obligaciones que hubieren realizado, etc.

De la misma forma, los referidos artículos señalan que las sociedades, cuando presten servicios de administración de cartera y administración de fondos, de acuerdo a lo dispuesto en la ley, deberán informar al inversionista cuando menos en forma mensual, dentro de los diez días calendario de vencido cada mes, el resumen o el estado de sus operaciones, así éstas no se hubieren realizado; la composición o valorización de la cartera; variación de

¹⁶ En países con sistemas jurídicos provenientes de la tradición anglo-sajona, bastaría con señalar que los agentes intermediarios son fiduciarios de sus comitentes.

cotizaciones; rentabilidad y demás información que se considere de interés para el inversionista.

Por otro lado, la Resolución Conasev No. 287-93-EF/94.10.0 que regula el sistema de recepción y registro de órdenes y asignaciones de operaciones, señala que las sociedades agentes de bolsa deberán tener un sistema automatizado de recepción y registro de órdenes y asignación de operaciones, que sea inviolable y asegure la continuidad del servicio. Asimismo, señala que dicho sistema deberá facilitar a la sociedad el atender las órdenes e instrucciones de sus clientes y asignar sus operaciones a través de sistemas computarizados y de comunicación que impidan intromisiones o alteraciones que desvirtúen la intención de sus clientes.

La referida norma señala que el sistema de recepción y registro sólo podrá aceptar órdenes por valor de compra o venta, modificaciones, correcciones o cancelaciones por parte de las personas expresamente autorizadas por la sociedad. De igual forma, cabe destacar que el sistema de registro deberá indicar automáticamente la fecha y hora de recepción de las órdenes, asignándoles un número cronológico, el cual no podrá ser alterado, modificado o suprimido, por ningún motivo o circunstancia.

En relación a la asignación de operaciones, la norma señala que será responsabilidad de la sociedad agente asignar automáticamente las operaciones realizadas en la bolsa en forma cronológica y ordenada, respetando siempre el derecho que les da a los clientes el registro cronológico de las órdenes por valor.

La transparencia en las operaciones busca principalmente inducir la formación eficiente de los precios en el mercado, eliminando los diversos aspectos que pudieran perjudicar su correcta formación, como son: el desorden en las propuestas de compra y venta de valores; la sobreposición de unas órdenes con otras; los conflictos de intereses respecto a la transacción de ciertos valores; y, en general, de todos aquellos factores que pudieran generar desconfianza en los agentes del mercado¹⁷. Por consiguiente, lo que se pretende es contribuir con la difusión y dinámica de las transacciones en el mercado de valores, otorgándoles a los inversionistas la confianza necesaria para realizar sus tran-

sacciones con un nivel de certidumbre medianamente razonable. En tal sentido, la transparencia en el mercado exige, para un desarrollo eficiente, el concierto de voluntades e intereses entre la entidad reguladora del mercado y los agentes intervinientes en él.

Finalmente, es de la mayor importancia tener en claro que así como existe una obligación de informar por parte de aquellas empresas que emiten valores a ser transados en el mercado bursátil, respecto a cualquier hecho que pudiera incidir en la cotización de su valor, existe por parte de la bolsa de valores y en general, de todos aquellos intervinientes en la negociación de valores, la obligación de informar, y difundir las cotizaciones de todos aquellos aspectos relativos al mercado, que de alguna u otra forma pueden influir en la evolución de dichas cotizaciones. De allí la importancia de esta función que es complementaria a la que en este campo puede ejercer la Conasev.¹⁸

3. EL INSIDER TRADING

El principio de transparencia tiene diversas manifestaciones prácticas, una de éstas es la prohibición del *insider trading* o, el uso indebido o divulgación de información privilegiada. De allí que desarrollemos este tema como parte del presente trabajo.

3.1 Orígenes del *Insider Trading*.

No existe un término exacto para definir *insider trading*; sin embargo, la forma de referirse a esta institución por la Ley del Mercado de Valores, a través de su artículo 43, es la de las prohibiciones con respecto al uso, develamiento y recomendaciones en torno a la información privilegiada. Para los fines del presente artículo, podemos intentar definir esta institución a partir del diccionario jurídico Black's¹⁹, que define al *insider trading* como aquel término referido a transacciones sobre acciones de sociedades anónimas abiertas, hechas por personas que poseen información interna o anticipada, con base en la cual estas operaciones se realizan.

La noción del *insider trading* tiene en el sistema jurídico de los Estados Unidos de América dos fuentes: una inicial, derivada del *Common Law*; otra que deriva del derecho positivo, incorporada en las

¹⁷ LOAYZA, Víctor. "Rol de la Conasev en el Mercado de Valores. Presente y Futuro". Ponencia del Seminario "Bolsa de Valores: Oportunidad en un Mercado Emergente." Organizado por la Facultad de Economía de la Universidad de Lima.

¹⁸ TOLA, José. Op cit., p.377

¹⁹ BLACK'S *Law Dictionary, Sixth Edition*, p.796

leyes sobre valores emitidas por la *Securities Exchange Commission* ("SEC").

A continuación desarrollaremos cómo ha sido el tratamiento por estas fuentes de la noción de *insider trading*.

3.2. *Insider Trading y Common Law*²⁰

Uno de los antecedentes sobre el *insider trading* en los Estados Unidos de América, fue el caso *Goodwin v. Agassiz*²¹. El caso en cuestión narra el enfrentamiento jurídico entre dos facciones de accionistas de la *Cliff Mining Co.* Para poder ubicarnos en el caso es preciso tener en cuenta que los demandados *Agassiz* y *MacNaughton* eran accionistas durante el litigio de *Cliff Mining Co.*, siendo el primero de ellos además el Presidente de la empresa, mientras que el segundo era Director de la misma. Mientras que *Goodwin*, uno de los demandantes, era a su vez accionista en *Cliff Mining Co.*

Los demandantes vendieron en mayo de 1926, a través de sus agentes de la bolsa de Boston, 700 acciones de *Cliff Mining Co.*, que hasta esa fecha eran de su propiedad. Los demandantes sostuvieron que, al tener los demandados información relevante o de importancia respecto al valor de las acciones (que los demandantes no tenían), la compra de las acciones sin divulgar la información sobre este valor constituyó un acto ilícito perpetrado en su contra.

La información de importancia en el presente caso era una teoría formulada por un geólogo de gran experiencia, desarrollada en marzo de 1926, en torno a la posible existencia de depósitos de cobre, bajo condiciones especiales, en una región donde la compañía tenía propiedades. Esa región era conocida como el cinturón de mineral, y se encontraba ubicada en el Norte de Michigan. Los demandados evaluaron la teoría del geólogo y consideraron ambos que ésta tenía fundamentos y que debía ser probada. También acordaron adquirir previamente opciones de compra sobre diversos terrenos, a través de otra compañía en la que ellos eran ejecutivos, porque si se conocía acerca de la teoría, sería difícil asegurar tales adquisiciones, y por lo tanto, no era necesario para

sus intereses que la teoría se comuniqué, a menos que resultase absolutamente necesario.

Los demandantes tomaron conocimiento del cierre de las operaciones de exploración de *Cliff Mining Co.* a través de un artículo publicado en un periódico el 15 de mayo de 1926 e inmediatamente vendieron sus acciones por medio de sus agentes de bolsa. No existen pruebas de que la publicación del artículo fuera promovida por los demandados. Por otro lado, los demandantes no sabían que sus acciones estaban siendo adquiridas por los demandados, toda vez que no hubo comunicación entre ellos sobre la operación. Los demandantes sostuvieron que no hubieran vendido sus acciones de haber tenido conocimiento de la teoría formulada por el geólogo.

La sentencia de primera instancia señaló que no hubo fraude por parte de los demandados y que éstos no incumplieron ningún deber frente a la empresa, y además, que ésta no sufrió daño alguno, por no divulgar la teoría del geólogo, o por la adquisición, por parte de los demandados, de sus acciones, o por cerrar las operaciones de exploración.

Los demandantes sostuvieron que la no divulgación de los siguientes hechos, siendo ellos accionistas de la empresa: (i) la existencia de la teoría del geólogo (ii) la creencia por parte de los demandados de que la teoría era fundada, (iii) la suspensión de las exploraciones, y (iv) el plan de los demandados para probar la teoría; constituye un ilícito contra el cual podían iniciar las medidas legales correspondientes, en procura de recuperar sus acciones.

El juez de primera instancia determinó que podrían existir condiciones que generen, por parte de los representantes de una sociedad anónima que adquirieran acciones de un accionista en ésta, un deber de informarle todo lo que pudieran tener en su conocimiento. Sin embargo, en el presente caso no encontró una relación fiduciaria²² que exija tal divulgación por parte de los demandados a los demandantes antes de la adquisición de sus acciones.

Por su parte, el juez *Rugg* de la Corte Superior del Estado de Massachusetts en el año 1933, señaló que el principio aplicable sería que los directores de una

²⁰ Debe entenderse el término "*Common Law*" no como la ley de Inglaterra (o el sistema jurídico propio de los países con una tradición anglo-sajona) sino en un sentido más restringido, como el derecho creado por las Cortes (*case law*), en este caso en particular, por las cortes de los Estados Unidos de América.

²¹ Citado en *CARY y EISENBERG, "Corporations, Cases and Material"*. Op cit., p.720

²² Para entender el término relación fiduciaria, es necesario remitirnos a la institución del fideicomiso. Un fideicomiso ("*trust*") debe ser entendido como el acto jurídico (o la aplicación de la equidad) por la cual una parte llamada *settlor* (fideicomitente) transfiere a otra llamada *trustee* (fiduciario), determinado patrimonio, con el encargo de beneficiar a un tercero llamado *beneficiary* (beneficiario o

sociedad comercial están obligados a ejercer la más estricta buena fe con respecto a la propiedad y el negocio de la empresa. La opinión de que los directores mantienen un deber frente a los accionistas es plenamente contraria a lo señalado en repetidos casos; es así que en *Smith v. Hurd*, citado en el caso *Goodwin*, el juez Shaw señaló que no existe relación jurídica, relación o conexión inmediata, entre los accionistas de un banco, en su capacidad individual, y los directores del banco. Los directores -señaló- no son depositarios, representantes o fiduciarios de tales accionistas, considerados individualmente.

Jurisprudencia en el sentido de que los directores son fiduciarios respecto a los accionistas individuales, en tanto poseedores de acciones, predominó relativamente en pocos estados de los Estados Unidos de América (Georgia, Iowa y Kansas).

Así, no obstante que por principio general se entendía que no existe relación fiduciaria entre directores y accionistas singulares, pueden existir circunstancias que contribuyan a que las operaciones entre un director y un accionista, con respecto a las acciones de la empresa, requieran dejar de lado este principio (estas circunstancias fueron desarrolladas en el caso *Goodwin*). La información relativa a la situación de la empresa que normalmente se encuentra en posesión de un director, lo sitúa en una situación especial que lo obliga a observar cada uno de los requisitos de negociación justa, cuando venda o compre directamente sus acciones. El simple silencio, usualmente no supone un incumplimiento de un deber, pero las partes pueden tener una relación de tal naturaleza que en razón de la equidad surja la responsabilidad de comunicar ciertos hechos. Adquisiciones y ventas transadas en una bolsa de valores son comúnmente transacciones impersonales. Un director honesto estaría en una muy difícil situación en caso de que no pueda vender o comprar acciones de su empresa sin antes saber quién es el adquirente final o el vendedor inicial, y divulgar toda aquella información que eventualmente una Corte o Jurado pueda considerar como información que pueda afectar real o especulativamente la determinación del precio.

Otro argumento del juez Rugg es que los negocios de este tipo (bursátiles) deben ser regulados por

reglas prácticas. La ley como sanción no es tan amplia como la moral. La ley no puede asumir la tarea de poner a las partes de un contrato en igualdad respecto a la información, experiencia, habilidad y astucia. Adicionalmente, la ley no puede emprender la tarea de aliviar malos tratos realizados entre partes capaces sin que surjan posibilidades de que ocurra un fraude. Por otro lado, los directores no pueden gozar de impunidad en prácticas que atenten contra los *standards* predominantes de los correctos hombres de negocios. Por tanto, cuando un director personalmente busca a un accionista con la finalidad de comprarle sus acciones sin informarle acerca de hechos relevantes que no están al alcance de éste último, la transacción debe estar controlada de cerca y, de producirse daños, debe otorgarse una reparación equitativa en razón a éstos. El principio desarrollado recoge el deber de sinceridad en las operaciones que se realizan "cara a cara".

La negociación "cara a cara" supone aún mayores exigencias, que se van perdiendo conforme haya mayor intermediación entre las partes. En el caso *Goodwin*²³, el hecho de que la compra haya sido realizada a través de un agente de la Bolsa de Boston, representó un factor determinante del fallo. Si *Goodwin* hubiera vendido personalmente a *Aggasiz*, otra podría haber sido la sentencia.

El asunto controvertido en este caso era determinar si, a partir de los hechos mostrados, los demandados -como ejecutivos- tenían derecho a comprar acciones de los demandantes. Por otro lado, es del caso señalar, que cada uno de los elementos de la comisión de fraude e ilicitud por parte de los demandados, fue negado por lo que se probó durante el proceso.

El único conocimiento en posesión de los demandados que no estaba al alcance de los demandantes era la existencia de la teoría formulada por el geólogo. La relevancia de la existencia de la teoría fue descartada por la Corte, toda vez que no existían pruebas de que la no divulgación de ésta podría haber causado daños a *Cliff Mining Co.* La Corte señala inclusive, que la divulgación de la teoría, si hubiese resultado equivocada, hubiera podido producir que las personas que adquirieran acciones con base

fideicomisario). El "trustee" o fiduciario es el dueño nominal, y cuenta con una serie de las facultades del propietario (que varían de acuerdo a cada legislación). Los deberes típicos de los fiduciarios son los siguientes: 1) Tomar posesión y proteger el patrimonio fideicometido. 2) No delegar las responsabilidades fiduciarias. 3) Realizar inventarios contables periódicamente. 4) Ejercer su cargo con diligencia razonable. 5) Prevenir un incumplimiento por otro co-fiduciario. 6) Hacer la propiedad fideicometida productiva. 7) Mantener separados el patrimonio personal del patrimonio fideicometido.

²³ Ver página 10,11, y ss.

en la existencia de dicha teoría iniciaran juicios contra la empresa. Las acciones de Cliff Mining Co. fueron compradas y vendidas en una bolsa de valores. La identidad de los compradores y vendedores de las acciones no era conocida por las partes. El demandante era miembro de la Bolsa de Valores de Boston, por lo que se descarta que fuera un novato, es más, actuó bajo su propio criterio en la venta de las acciones. Por lo demás, no hizo más preguntas a los directores u otros ejecutivos de la compañía.

El fallo de la Corte, en función de los argumentos antes señalados, desestimó la pretensión de los demandantes.

Es importante señalar que esta demanda se presentó en equidad²⁴. Los demandantes pretendían a través de ella: (i) una rendición de cuentas, (ii) la resolución del contrato y, (iii) la devolución de sus acciones. Equidad no es sinónimo de justicia o aplicación atemperada de la ley, o por lo menos no es así entendida por un sistema jurídico de la tradición anglo-sajona. La equidad como fuente de derecho supone un conjunto de normas emanadas de un sistema especial de cortes. A su vez, la equidad puede ser una fuente creadora de relaciones jurídicas, siendo así fuente en la doctrina de los Estados Unidos de América de contratos y fideicomisos.

Los Deberes Fiduciarios

Los deberes fiduciarios pueden ser definidos, en la tradición del *Common Law*, como el conjunto de deberes que obligan a actuar en beneficio de otro subordinando los intereses propios. Tener la calidad jurídica de fiduciario respecto de alguien supone someterse al *standard* jurídico más alto impuesto por el *Common Law*. Este *standard* sobrepasa al de la diligencia que tendría un correcto hombre de negocios, que fue el *standard* señalado en el caso Goodwin.

La presencia de los deberes fiduciarios al campo mercantil fue extendiéndose a partir de su aplicación a los socios en una *partnership*²⁵. El afamado

Juez Cardozo, en el caso *Meinhard v. Salmón*²⁶ de 1928, señaló, en relación a los deberes de un socio de una *partnership* frente a otro, lo siguiente:

“Muchas formas de conducta permisibles en el mundo de los negocios son prohibidas para aquellos obligados por un vínculo fiduciario. Un fiduciario está sujeto a una responsabilidad más estricta que la de la moral del mercado. No sólo la honestidad, sino la estricta observancia del honor más sensible, es este su *standard* de conducta.”

En el caso antes comentado se señala además que el hecho de que Salmón (el demandado) tuviera el control exclusivo de los poderes de dirección de la empresa, hacía que él tuviera el deber de divulgación, pues sólo a través de la divulgación las oportunidades de las partes podían ser igualadas.

Posteriormente, se extendió la aplicación de la doctrina de los deberes fiduciarios a las sociedades anónimas cerradas. Es así que en el caso *Smith v. Atlantic Properties, Inc.* de la Corte de Apelación del Estado de Massachusetts en el año 1981, a raíz de un caso de conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios, la Corte señaló que la mayoría tiene ciertos derechos, que han sido llamados de propiedad individual en la sociedad, que deben ser contrastados con el concepto de sus deberes fiduciarios frente a la minoría. Por otro lado, la mayoría requiere tener facultades amplias para tomar decisiones comerciales; luego la minoría debe probar que la mayoría tuvo otras alternativas de decisión menos perjudiciales para la minoría que la decisión tomada que fue materia de impugnación.

Estamos aquí frente a un principio rudimentario del Derecho: la misma persona no puede actuar a la misma vez, en nombre propio, respecto al mismo asunto, y como representante de otro con el que tiene intereses en conflicto.

Los principios fiduciarios regulan relaciones de representación. Dentro de una sociedad anónima se dan múltiples relaciones de representación; luego,

²⁴ Entendiendo por demanda en equidad, aquella que se plantea cuando no existe en el *Common Law* un remedio adecuado. A diferencia de una demanda legal, las demandas por equidad buscan una reparación especial, volver las cosas al estado anterior, o que no se consuma una situación injusta. El origen de esta división nace con la invasión Normanda a Inglaterra. En aquella época los vasallos que no deseaban someterse a las autoridades locales, podían ir en equidad ante el Rey, quien fallaba según su conciencia. Luego, cuando aumenta la burocracia real, el Rey nombró a un canciller especial (Lord Chancellor), como su representante ante el consejo real, encargado de decidir estas controversias. A fin de poder someter una controversia a una corte de equidad (y ante el recorte de poderes sufrido por los señores feudales) se exige la existencia de un *writ* (mandato especial) para poder recurrir a estas cortes especiales. Los procesos en equidad son precedentes como fuente de derecho cuando no se busca una reparación dineraria. En estos procesos no existen jurados.

²⁵ El *partnership* es una empresa formada por dos socios o más, que no tiene la calidad de persona jurídica, y en la que los miembros asumen solidariamente la responsabilidad frente a terceros.

²⁶ Citado en CARY y EISENBERG, “*Corporations, Cases and Material*”, Op.cit., p.59

es aplicable el principio por el que se sostiene que mientras más pequeña sea la participación accionaria en la sociedad que tenga la gerencia, mayor será la divergencia entre los intereses de ésta, frente a los intereses de los socios. La aplicación del *standard* fiduciario supone la posibilidad de aminorar los costos de establecer sistemas de control para evitar acciones de la gerencia en contra de los intereses de los accionistas. En este sentido, el *standard* fiduciario supone una forma de coerción para los miembros del directorio, ejecutivos y gerentes de una sociedad.

Luego, se aplica este *standard* a sociedades abiertas en las cuales la divergencia de intereses es aún mayor que la divergencia de intereses al interior de una sociedad cerrada. En el caso *Zahn v. Transamerica*²⁷ se aplicó el *standard* fiduciario a una sociedad abierta. A raíz de este caso, la Corte de Apelación señaló que la Ley de Kentucky impone a los directores de una sociedad o a aquellos que están a cargo de sus asuntos, en virtud de la titularidad de la mayoría de las acciones o por otra vía, la misma relación fiduciaria con respecto a la sociedad y sus accionistas que la que es impuesta por otros estados o por la Ley Federal. Asimismo, invoca la existencia de decisiones federales en el sentido de que “la mayoría tiene el derecho de control, pero cuando lo ejerce se sitúa en una relación fiduciaria tanto frente a la minoría como frente a la sociedad misma o a sus ejecutivos y directores.”

Asimismo, la Corte de Delaware ha señalado en el caso *Lynchs v. Vickers Energy Corp.*²⁸ que un accionista mayoritario tiene un deber de “sinceridad total”, cuando realice transacciones con la minoría.

Podemos concluir de lo antes expuesto que el origen de las normas sancionadoras del *insider trading* radica en la creación -vía equidad- de un fideicomiso; así, en toda controversia judicial en que las Cortes puedan encontrar una situación de control o de gran desventaja entre un grupo de accionistas y otro, o de un ejecutivo en perjuicio de la sociedad o un accionista minoritario, las Cortes de los Estados Unidos de América tratarán de crear en equidad un fideicomiso, atribuyéndole la responsabilidad por el perjuicio a la parte que no se comporte de acuerdo a este

standard jurídico, que es precisamente el de mayor exigencia.

La relación entre deberes fiduciarios e *insider trading* ha sido tratada también por Easterbrook y Fischel²⁹, quienes parten de la tesis de considerar que los deberes fiduciarios evitan la ocurrencia de mayores costos de supervisión de los contratos, al obligar al fiduciario a actuar simplemente en beneficio del fideicomisario, empleando toda su experiencia y habilidad, como si el propio beneficiario le indicara en caso de que tuviera su misma experiencia y habilidad.

3.3 El Derecho Positivo

Los artículos 10(b) y 16(b) de la Ley de Intercambio de Valores y la Regla 10b-5, constituyen las principales normas sobre *insider trading* en los Estados Unidos de América.

La Regla 10b-5³⁰, señala lo siguiente:

“Es ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, por el uso de cualquier medio o instrumento de comercio interestatal, o de correo, o cualquier establecimiento de cualquier Bolsa de Valores nacional:

- a) Aplicar cualquier estrategia, esquema o artificio para defraudar;
- b) Dar cualquier información falsa sobre un hecho de relevancia, u omitir la indicación de un hecho de relevancia necesario para hacer que la información divulgada no sea engañosa; o
- c) Realizar cualquier acto, práctica, o forma de negocio que opere fraudulentamente o suponga un engaño sobre cualquier persona, en relación con la compra o venta de cualquier valor”.

En opinión de Easterbrook y Fischel³¹, las Cortes (de los Estados Unidos de América) han interpretado el artículo 10(b) de la Ley de Intercambio de Valores (*Securities Exchange Act* de 1934), y la Regla 10b-5, como una norma que obliga a los *insiders* (directores

²⁷ Citados en CARY y EISENBERG, “Corporations, Cases and Material”, Op cit., p.690

²⁸ Citados en CARY y EISENBERG, “Corporations, Cases and Material” Op cit., p.698

²⁹ EASTERBROOK y FISCHEL, “Trading on Inside Information”. En: *The Economic Estructure of Law*. Harvard Press, 1991, p.253

³⁰ Tómese en cuenta que la forma en que está redactada esta norma supone una justificación para la regulación del *insider trading* por una agencia federal.

³¹ EASTERBROOK y FISCHEL, Op Cit., p.269

o gerentes de una empresa) y a los receptores de información brindada por ellos, a divulgar la información o abstenerse de negociar.

La regla "divulga o abstente de negociar" no debe ser interpretada como una prohibición para los *insiders* a negociar sino más bien como una limitación a la comisión de fraude. Sin embargo, en algunos casos la regla sí supone una prohibición a negociar porque existe información que no puede ser divulgada aun cuando se tenga la intención de hacerlo, como por ejemplo cuando esta información pueda ser útil a la competencia en desmedro de la propia empresa³², o como en el caso *Goodwin v. Agassiz*, cuando ésta es información meramente especulativa (una teoría); es curiosamente en este caso que la negociación por parte de los *insiders* transmitiría al mercado información sin revelar detalles perjudiciales. La divulgación obligatoria limita el *insider trading* cuando éste es realmente necesario, en opinión de los autores citados.

La aplicación de la Regla 10b-5 no llega a ser tan restrictiva si tomamos en cuenta que ésta opera únicamente respecto a información considerada de importancia. Los *insiders* contarán siempre con información que no es relevante para efectos de la Regla 10b-5, pero que los pondrá en una situación por encima del mercado; así mismo, siempre estarán en una mejor situación para decidir no vender cuando la mayoría lo haría. El requisito de importancia sirve para distinguir dos situaciones: el *insider trading* llevado a cabo por los *insiders*, y el de los receptores de la información fuera de la empresa, como son los abogados, contadores, y agentes de bolsa. La negociación por parte de estos últimos no tiene real importancia; luego, será limitada porque ellos no pueden percibir aquella información.

Finalmente, el artículo 16 de la Ley de Intercambio de Valores, obliga a los accionistas titulares directa o indirectamente del 10% de cualquier clase de acciones registradas en bolsa y a los directores o ejecutivos de una empresa emisora, a presentar esta información a la SEC. Por otro lado, el literal b) de este mismo artículo señala que toda utilidad por la compra o venta de valores, en un período no mayor de 6 meses, salvo que esos valores hayan sido adquiridos de buena fe en relación a una deuda previamente asumida, será atribuida y podrá ser recuperada por la compañía emisora.

El artículo 16 pretende cubrir aquellas negociaciones que no son fáciles de percibir únicamente a la luz

de la Regla 10(b) porque los montos de la transacción no permiten un control adecuado, salvo que se tenga en cuenta anticipadamente, como lo prevé esta norma, quiénes son los *insiders* y se tome un plazo de referencia *a posteriori*.

4. POSICIONES A FAVOR Y EN CONTRA DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN LAS TRANSACCIONES DE MERCADO

Para que un mercado genere incentivos de inversión por parte de los particulares, requiere otorgar igualdad de oportunidades a los intervinientes en él. Para el caso específico del mercado de valores, la transparencia a la cual nos hemos referido en extenso en las líneas precedentes exige que los agentes intervinientes en él se encuentren en condiciones de igualdad respecto a la información que pudiera estar disponible.

En razón de ello, es necesario que todo inversionista que pretenda hacer transacciones en el mercado tenga la confianza de una participación equitativa, contando para ello con que la información a la cual pueda tener acceso sea la misma que la de cualquier otro inversionista.

Es con base en esta premisa que la legislación comparada ha impuesto a aquellos que pudieran tener información privilegiada respecto a las condiciones de un valor o de su emisor, el deber de guardar absoluta reserva respecto de la misma, siempre y cuando dicha información pudiera influir en la cotización de los valores. Aquél con conocimiento de información que pueda influir en la cotización de un valor se coloca en una situación de extremo privilegio, luego, parecería justo que quien posea dicha información acerca del emisor de un valor, se abstenga de realizar directa o indirectamente, cualquier transacción en el mercado de valores que le pudiera significar una ventaja con respecto a los demás.

Pero antes de entrar a analizar la conveniencia o no de prohibir el uso de la información privilegiada, convendría reiterar de qué hablamos cuando nos referimos a ella.

La información privilegiada puede ser definida como aquella información proveniente del emisor de un valor determinado que no ha sido dada a conocer al público en general y que de haberlo sido hubiera influido sustancialmente en el precio del valor. Cabe

³² Ver infra.

señalar que la información a la que hacemos referencia debe ser concreta y respecto a un hecho de importancia para la sociedad emisora.

Así, aquellas transacciones realizadas con base en esta información por parte de los directores, ejecutivos, administradores o por cualquier otro individuo con vinculación directa o indirectamente con la sociedad, se denominan transacciones con información privilegiada; por su parte, aquellos que la realizan, se denominan *insider traders*.

4.1 Argumentos a favor

Aquellos que enarbolan la bandera en favor del uso de información privilegiada en las transacciones del mercado, señalan que son mayores las ventajas que las desventajas en su utilización. Así, por ejemplo, Henry G. Mane,³³ el principal defensor de las ventajas del uso de la información privilegiada en las transacciones de mercado, asegura que aquél que utiliza en provecho propio la información privilegiada contribuye al mejor empleo de los recursos disponibles y al mantenimiento de la eficiencia en el mercado de valores.

Según él, es el mercado el que está mal informado y no es responsabilidad del que usa en su provecho la información privilegiada; señala además, que es éste, a través de sus operaciones quien va contribuyendo a que se alcance un correcto nivel de precios dentro de él.

En el mismo sentido, señala que los beneficios obtenidos por aquél que usa la información privilegiada son la retribución del trabajo empleado para alcanzar sus conocimientos y su correcta interpretación empresarial, no constituyendo este hecho un ilícito.

Finalmente añade, que en la mayoría de las transacciones bursátiles, la relación de fidelidad o confidencialidad que pretenden algunos respecto de aquél que usa la información privilegiada es meramente una ficción legal, pues de uno u otro modo, la presencia de información privilegiada siempre existe, con lo cual una prohibición de su uso es por lo menos irreal.

La idea de sancionar a aquellos ejecutivos de una empresa que se aprovechan de información confidencial y negocian con base en ésta con las acciones de dicha empresa antes de divulgar la referida

información al mercado, es para algunos autores como Easterbrook y Fischel, mera retórica. En efecto, estos autores fundan su opinión en el hecho de que no hay caso de *insider trading*, de los que han llegado a la Corte Suprema de los Estados Unidos, que recoja dicho supuesto.

Por otro lado, señalan que en todos los casos famosos (Chiarella, Dirks y Lazzaro), no era necesario recurrir a la idea de sancionar la negociación anticipada por parte de los ejecutivos, sino más bien a la idea de los derechos de propiedad sobre la información. Esta tesis plantea que la apropiación de información de terceros reduce el incentivo para crear la información y, por tanto, incide indirectamente en la eficiencia del mercado de capitales, lo que la hace perjudicial y, en consecuencia, merece ser prohibida, de la misma manera que el hurto es perjudicial.

Debe tenerse en consideración que si cada negociador tuviera la misma información que los otros, habría poco incentivo para negociar. Lo que es más importante, el incentivo para obtener inicialmente la información también decaería, si es que el investigador no se puede beneficiar de ella. Y, si no hay incentivos para obtener información, el mercado pierde su función de proveedor de señales de precios a los distintos agentes económicos.

Además, la realidad del mercado de valores nos muestra que las negociaciones se dan entre personas con distintos niveles de acceso a la información, siendo así que los gerentes o directores de una compañía que tienen un gran acceso a la información, se encuentran en una situación de ventaja en relación a la información que poseen respecto a la de los inversionistas; en muchos casos, sin embargo, los primeros están prohibidos de negociar cuando la información es de suma importancia.

4.2 Argumentos en contra

Barry A.K. Rider³⁴ es el principal propulsor de la prohibición del uso de información privilegiada en las transacciones de mercado, siendo sus principales argumentos para dicha prohibición los siguientes:

En primer lugar, afirma que cuando se genera un beneficio producto de las actividades propias de la

³³ Citado en: PRAT RODRIGO, Margarita. "El uso ilegal de la Información Privilegiada en las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones". Deusto, p.39 y ss.

³⁴ PRAT RODRIGO, Margarita. Loc. cit, p.42

empresa, ese beneficio pertenece por igual a todos y cada uno de sus accionistas, y no sólo a aquellos que tuvieron acceso inicialmente a dicha información.

Este argumento para restringir el *insider trading* por parte de los inversionistas es que los gerentes negociadores, se benefician de utilidades que en otros casos serían de los accionistas en el largo plazo, que son los que las merecen.

Sin embargo, este argumento es relativo, porque los únicos accionistas que se perjudican ante un supuesto de *insider trading* son aquellos que han decidido vender. Además, si se descalifica a los gerentes para negociar lo único que se hace es trasladar el beneficio a los agentes de bolsa, que en la escala de información ocupan el segundo lugar siempre antes que los accionistas.

Rider, al hacer referencia a la remuneración de los conocimientos empresariales, señala que aquellos que usan en su provecho información privilegiada están obteniendo una retribución excesiva que no les corresponde desde el punto de vista ético, toda vez que aquellos que realizan transacciones con información privilegiada suelen ser sujetos bien relacionados con personas de la empresa que ya han sido remunerados por su trabajo con sueldos y primas.

Coincidimos con lo señalado por Rider y nos permitimos añadir que, al permitirse las transacciones con información privilegiada, se está permitiendo obtener una mayor remuneración a los administradores sin el conocimiento de los accionistas, lo que puede generar conflictos entre los intereses de los administradores de la sociedad y el de los accionistas de ésta³⁵, los que en principio deberían estar alineados con el único objetivo del desarrollo empresarial.

De igual forma, Rider señala que el uso de la información privilegiada debe ser reprimido, porque destruye la confianza del público en el mercado de valores.

Como se podrá apreciar, los principales argumentos esgrimidos sobre la base de los cuales se suele reprimir el uso de información privilegiada en las transacciones de mercado son básicamente los siguientes: el aprovechamiento indebido; la fidelidad hacia la empresa, sus accionistas y el resto del mercado y; la igualdad de oportunidades en las transacciones que se realicen en él.

Finalmente, cabe señalar que tanto el uso de información privilegiada como el *insider trading*, visto

éste como la negociación no autorizada de información privilegiada, podría ser materia de autorregulación por la compañía y sus ejecutivos, o con terceros tales como abogados, agentes de bolsa y otros, mediante la celebración de sendos contratos. De esta manera, la compañía distribuirá la información entre aquellas personas dispuestas a reconocerle un mayor valor, en aplicación de lo dispuesto por el teorema de Coase. Sin embargo, existe un factor externo que hace de esta distribución contractual poco real. Este es el hecho del difícil monitoreo y ejecución de estos contratos. Así, si las compañías buscan restringir el *insider trading* mediante la celebración de contratos y éstos no pueden ser ejecutados, los beneficios se desvanecen. Si las posibilidades de detectar la negociación no autorizada son mínimas, entonces la pena debe ser aumentada para desincentivar dichas prácticas.

En el *Common Law*, los ejecutivos y otros *insiders* podían negociar las acciones de sociedades abiertas con base en información privilegiada, salvo que estén obligados a no hacerlo por un contrato o fideicomiso.

5. LA REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL PERÚ

5.1 La Regulación de la Información Privilegiada en la Ley del Mercado de Valores Anterior

La anterior Ley del Mercado de Valores, que fuera aprobada por el Decreto Legislativo 755, regulaba en sus artículos 37 a 39 el Uso Indebido de la Información Privilegiada.

El artículo 37 señalaba que los directores, administradores y auditores de una sociedad y en general quienes por razón de su cargo o actividad, tuvieran acceso a los actos o negocios de ella, debían guardar reserva absoluta respecto a dichos actos o negocios, cuando éstos puedan influir en la cotización de los valores y no hayan sido aún revelados al mercado. El incumplimiento de lo dispuesto -añadía el artículo- se sancionaba con la destitución, tratándose de los directores y administradores, y multa si es que el transgresor del dispositivo fuese un auditor. Dichas medidas, por otro lado, no eximen a los responsables de la obligación de indemnizar a los afectados por los daños y perjuicios que causaren.

Por su parte, el artículo 38 regulaba la prohibición de actuación para obtener beneficios con base en la información privilegiada. El citado artículo señala-

³⁵ PAYET, José Antonio. Op cit., p. 76.

ba que a las personas a que hacía referencia el artículo 37 les estaba prohibido obtener para sí o para otros, actuando directamente o por conducto de terceros, ventajas que deriven de la compra o venta de valores efectuada en razón de su conocimiento de información reservada o aún no divulgada por parte del emisor.

Finalmente, el artículo 39 establecía la prohibición de terceros; es decir, la prohibición de aquellos que sin formar parte de la sociedad acceden a información privilegiada sobre un determinado valor, de realizar con ella directa o indirectamente, cualquier operación en el mercado, así como de comunicar la información a terceros o de recomendar la compra o venta del valor.

El referido artículo elaboraba a su vez una definición de lo que en el Perú se debía entender por información privilegiada, definiendo ésta como toda información proveniente del emisor de carácter concreto, referida a uno o varios valores, que no hubiere sido dada a conocer al público y que, de haberlo sido, hubiera podido influir significativamente en la cotización del valor o de los valores de que se trate.

Por su parte, la Resolución Conasev No. 359-93-EF/94.10.0, reglamentaba las normas establecidas en el Capítulo V del Título II de la Ley del Mercado de Valores respecto al uso de información privilegiada. El primer artículo de la citada Resolución contiene un listado de aquellas personas que deben de guardar reserva absoluta respecto de los hechos de importancia antes que éstos sean conocidos en el mercado, lo que a nuestro entender rompía con la lógica de lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores, en la medida que a través del reglamento se podía excluir de la aplicación de tal prohibición a todos los individuos que, con relación directa o no con la sociedad, hubieran hecho uso de información privilegiada en beneficio propio o de terceros.

Finalmente, debe tenerse en cuenta lo señalado por el artículo 4 de la citada Resolución, que abundaba en detalles respecto de lo que se debía de entender por información privilegiada. Dicho artículo refería que ésta es toda aquella información relativa al emisor, ya sea de carácter económico, contable, jurídico o administrativo atinente a uno o varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que, de haber sido difundida, hubiera podido influir significativamente en la cotización del valor o valores de que se trate. Como se podrá apreciar, es poco lo que aporta en materia reglamentaria la Resolución No. 359-93-EF/94.10.0, limitándose a reiterar, en muchos casos, los aspectos ya previstos

por los artículos 37, 38 y 39 de la Ley del Mercado de Valores anterior.

5.2 La Regulación del Uso de Información Privilegiada en la Ley del Mercado de Valores Actual.

Entre las muchas modificaciones implantadas en el nuevo texto de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por el Decreto Legislativo No. 861, se encuentran algunas referidas a la información privilegiada. La regulación anterior, si bien definía acertadamente lo que se debía de entender como información privilegiada, presentaba omisiones que pretenden salvarse en el nuevo texto. La legislación anterior no tipificaba los casos de uso indebido de información privilegiada. De igual manera, por los vacíos que presentaba en su texto, la probanza del uso de información privilegiada era algo excesivamente complicado. Otro aspecto modificado por la actual legislación es el referido al incremento de los márgenes de sanción ante el incumplimiento de la abstención de hacer uso de la información privilegiada que se pudiera tener. Cabe señalar que el texto de la Ley del Mercado de Valores anterior sólo imponía sanciones de tipo administrativo a los infractores de dicha norma.

El nuevo texto de Ley del Mercado de Valores, consagra en su Capítulo III, Sub Capítulo I, la regulación de la información privilegiada. El artículo 40 de dicha norma practica una definición de lo que debe de entenderse por información privilegiada, la misma que es muy similar a la recogida en el artículo 39 del texto de la ley anterior. Es, sin embargo, a partir del artículo 41 del nuevo texto donde las diferencias entre ambos comienzan a hacerse evidentes. Así, el texto actual recoge una serie de presunciones respecto a quienes tienen acceso a la información privilegiada. El artículo 41 señala que se presume que poseen información privilegiada, los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como los miembros del comité de inversiones de estos últimos, los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al inversor y a los inversionistas institucionales, los accionistas que individual o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad posean el 10% o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales, etc. Cabe señalar que las presunciones prevista en la ley, son presunciones *iuris tantum*, que pueden ser desvirtuadas por quienes eventualmente se encuentren incurso en el supuesto previsto en la Ley.

Otro de los cambios introducidos en el nuevo texto legal consiste en la tipificación del uso indebido de

información privilegiada como delito penal³⁶. Como se puede apreciar, lo que se pretende con esta medida es desincentivar la práctica de dicha conducta por las distorsiones que origina en el normal desarrollo del mercado de valores su utilización, lo que configura a su vez un perjuicio para el resto de intervinientes en él.

En términos generales, las modificaciones introducidas a la regulación del uso de información privilegiada en la Ley del Mercado de Valores aprobada por el Decreto Legislativo 861, se desarrollan dentro de la línea del texto anterior, en tanto que favorecen la disuasión de las prácticas con información privilegiada y cautelan la transparencia en las operaciones que pudieran realizarse en el mercado.

6. A MODO DE CONCLUSIÓN

El mercado y la bolsa suponen por sí mismos riesgos de difícil estimación. La transparencia no hace sino

permitir evaluar estos riesgos dentro de parámetros mínimos. El hecho de que no todos tengamos los mismos riesgos, en razón de que no todos tenemos la misma información, no le resta importancia a esta institución.

A manera de símil, podemos señalar que las apuestas en las carreras de caballos son riesgosas de por sí. El hecho de que la información que tiene el preparador del caballo favorito sea mucho mayor que la de aquella persona que asiste por primera vez a las carreras no es un argumento para desestimar todas las regulaciones que afectan a este pasatiempo, tales como informar sobre los aprontes, pesos, últimas carreras, y demás condiciones en las que llegan los caballos a la carrera. Es en este sentido, que la prohibición del *insider trading* tiene un rol fundamental en el mercado de valores.

³⁶ "Disposición Final Novena.- Incorporase en el Capítulo I del X del Código Penal el siguiente artículo: Artículo 251-A.- 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 (1) ni mayor de cinco (5) años. Si el delito a que se refiere el párrafo anterior es cometido por un director, funcionario o empleado de una Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradoras de fondos de pensiones, así como de las empresas bancarias, financieras o de seguros, la pena no será menor de cinco (5) ni mayor de (7) años."