

¡NO TODO QUEDA EN FAMILIA!

La indebida regulación del *insider trading**

Mirella Miranda**

«Los italianos dicen que la vida es tan dura que el hombre debe tener dos padres que velen por él; por eso todos tienen un padrino.»
Tom Hagen, Consigliere de la Familia Corleone
El Padrino, Mario Puzo.

La prohibición del *insider trading* es, en la actualidad, la nota común de la mayoría de legislaciones sobre el mercado de valores. Por eso, como en tantos otros ámbitos, separarse de la opinión casi consensual no sólo genera polémica y discusión, sino que exige también una mayor dosis de rigor y de profundidad por parte del disidente.

Esto, sin embargo, no ha intimidado a Mirella Miranda, quien con una lógica impecable y con envidiable claridad, nos revela una a una las falacias que normalmente se utilizan para prohibir el uso de información privilegiada en el ámbito de las transacciones mercantiles.

La lección final es contundente: en el mundo de las corporaciones, los accionistas, los administradores y los inversionistas, no necesitamos un Estado todopoderoso que nos apadrine y defienda. Lo contrario, como se desprende del trabajo, supondría tratar a las sociedades como mafias y a los accionistas como mafiosos.

* A mis padres.

** Alumna de noveno ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, Directora de la Comisión de Contenido de THEMIS y asociada fundadora de REALIDAD, Instituto de Estudios Libertarios. Deseo agradecer a Gerardo Solís por su invaluable ayuda y sus siempre tan acertadas sugerencias.

I. INTRODUCCIÓN

En 1969, Mario Puzo, supo convulsionar el mundo literario con un gran clásico sobre la mafia «El Padrino». Vito Corleone, personaje principal de esta obra, es el jefe del crimen organizado. Temido y respetado, todos conocen a Don Vito como «El Padrino». Dirige su imperio con la ayuda de sus cuatro hijos: el temperamental Sonny, el débil Fredo, el caballeroso Michael y su hijo adoptivo Tom Hagen. Don Vito rechaza la idea de unirse a las otras cinco familias que controlan el mundo de la droga, provocando una guerra entre dos clanes. Sonny se convierte en el jefe de la familia cuando en una emboscada el Padrino resulta herido. Michael, que no desea llevar una vida inmersa en el mundo del crimen, mata para vengar a su padre y huye a Sicilia. Allí se casa, pero su mujer es asesinada cuando tratan de eliminarlo a él. Sonny golpea a Carlo, el brutal marido de su hermana Connie. En venganza, Carlo prepara el asesinato de Sonny. Destrozado, Don Vito acepta unirse a los traficantes de drogas. Michael vuelve a Nueva York, se casa con su antigua novia Kay y le promete que hará que los negocios de la familia sean legales. Don Vito fallece y en una lucha por el poder, Michael mata a las cabezas de las otras familias del crimen de Nueva York convirtiéndose en el nuevo Padrino.

Michael Corleone marcha a Nevada para hacerse cargo del negocio de las apuestas. Cuando trata de que sus operaciones lleguen a Cuba, es traicionado por su socio Hyam Roth y su hermano Fredo. Pero Michael ya parece omnipotente: ha entrado en el Senado

de los Estados Unidos y ha asesinado a Roth y a su propio hermano Fredo. Enloquecida por su brutalidad y sangre fría, Kay abandona a Michael.

Con más de 60 años, Michael quiere liberar a su familia del crimen y encontrar un sucesor adecuado. Sin embargo, la mafia le vuelve a cobrar caro: asesinan a su hijo cuando bajaba con él por las escaleras, el día del debut de su otro hijo, Anthony, como cantante de ópera.

El Padrino, recrea lo que acontece al interior de una familia de mafiosos. Unos matan a otros, se traicionan y finalmente, todo esto queda en familia.

Lo más peligroso de la mafia, y lo que la distingue de otros actos delictivos comunes no es lo que ella realiza -asesinatos, tráfico de drogas, etc- sino la imposibilidad de detectarla y por lo tanto, la imposibilidad de sancionar estos actos. Los mafiosos tienen una gran habilidad para mantener sus negocios y actividades ilícitas en reserva.

El derecho, al sancionar el *insider trading*, se equivoca. Y su equivocación consiste en tratarlo como a una mafia, en pensar que lo que hagan los *insiders* no podrá ser detectado. Por el contrario, lo que haga un *insider* sí va a ser reconocido por el mercado y por lo tanto, su posibilidad de detección es muy grande.

Los *insiders*, al igual que cualquier individuo ajeno al mundo de la mafia, tienen muchas dificultades para mantener sus negocios en reserva, porque el mercado no es sordo y percibe las señales que estos individuos le lanzan. El *insider trading*, entonces, no es más o menos perjudicial que cualquier acto de falta al deber de lealtad o revelación de información confidencial.

Pero ¿qué es el *insider trading*? y ¿qué hace que tantos legisladores quieran prohibirlo?

II. ¿QUÉ ES EL INSIDER TRADING?

1. Intentando una definición de *insider trading*

En 1723, Sir John Barnard, sobresaliente conocedor de los negocios londinenses, denunció a personajes vinculados a la Compañía de las Indias Holandesas por enriquecimiento, a costa de los demás accionistas. Según John Barnard, al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, los denunciados vendieron las

respectivas acciones. Poco tiempo después - cuando la noticia era ya de conocimiento público - el valor de las acciones bajó en un 50%, es decir, quienes basados en el conocimiento de información privilegiada realizaron la venta de sus participaciones sociales, se evitaron un perjuicio patrimonial considerable¹. Éste es un ejemplo de *insider trading* y en base a este ejemplo, definiremos esta figura.

La figura del *insider trading* tiene dos acepciones. La primera se refiere a una conducta legal, entendida como la transacción, por parte de un *insider*, de valores de la empresa en la que trabaja. Mientras que la segunda acepción se refiere a la transacción de valores, violando los deberes fiduciarios o deberes de confidencialidad, cuando se tiene información material² y no pública³ sobre un determinado valor. Esta segunda acepción es la que nos interesa porque es ésta la que se encuentra prohibida en nuestra legislación, al igual que en muchas otras y es además, la que denunció Sir John Barnard.

¿Por qué es sin embargo, que Sir John Barnard denunció esta actuación de algunos accionistas? Sir John Barnard, probablemente denuncia este hecho porque cree que todos los accionistas deben ser tratados por igual y que ninguno de ellos debe obtener ventaja de la información material y no pública a la que tiene acceso. Para John Barnard, probablemente lo correcto hubiera sido participar de esta noticia de reducción de dividendos a todos los accionistas, y quizás a todo el mercado, para que los accionistas decidan vender o comprar acciones de manera informada. Esto obedece al hecho que cada vez que la sociedad adopta una decisión de negocios, quienes están detrás de dicha decisión son los accionistas; por lo tanto, en teoría esta información debe pertenecerle a todos los accionistas y no sólo a quienes toman conocimiento por adelantado de los hechos confidenciales. En el caso, los accionistas que se enteraron de la reducción del pago de dividendos debieron, para Barnard,

o bien quedarse callados y hacer como si no conocieran de dicha situación y por lo tanto, no realizar transacciones en base a ello, debido al deber de lealtad que este grupo le debía guardar a los demás accionistas; o bien, informar a los demás accionistas, sobre la base de que la información también les pertenece a ellos.

El *insider trading*, entonces, consiste en la celebración de transacciones en base al uso de información material y no pública a la que tienen acceso los denominados *insiders*, violando algún deber de confidencialidad. Es necesario preguntarse entonces, quienes tienen acceso a esta información material y no pública. Se nos pueden ocurrir ejemplos sencillos y frecuentes, porque en una sociedad hay personas que tienen acceso a más información que otras por el cargo que ocupan o por las relaciones contractuales que mantienen con ella. El caso del gerente general de una sociedad es uno de estos ejemplos, pues esta persona tiene la facultad de decidir la celebración de contratos relacionados con el objeto social de la empresa, y por tanto, la posibilidad de enterarse de cierta información relevante para el mercado, antes que cualquiera, incluso antes que muchos de los propios accionistas. Existen sin embargo, otras personas que sin mantener una relación directa con la sociedad, pueden adquirir información material y no pública de ella; tal podría ser el caso de la amiga del gerente que se entera, por una conversación telefónica de éste con un gran empresario, sobre un proyecto de la empresa para la que éste trabaja. Y para estos supuestos es para los que debe quedar muy claro el ámbito de aplicación de las normas de *insider trading* y, por tanto, quiénes son a aquellos a los que el legislador quiere prohibir que saquen provecho de la información material a la que tienen acceso.

2. ¿Yo. . . insider?

Hemos visto que uno de los requisitos para la configuración del *insider trading*, además del que la información sea material y no pública

¹ Si bien esto sucedió en 1723, no es hasta la década de los 70's que se empieza a vislumbrar cierta reocupación por el *insider trading*. En Alemania, por ejemplo, en el año 1973 se realizó una investigación sobre la actuación de las sociedades en relación con los aumentos de capital con medios del grupo económico. Los resultados fueron sorprendentes: en 25 de 51 aumentos de capital con fondos sociales se redujeron cambios en el valor bursátil y en el número de las operaciones «dificilmente imputable a otra cosa que las acciones por parte de los *insiders*». Al respecto, ver: noticias.juridicas.com/areas_virtual/Articulos/70Derecho%20Internacional/200004-peru.htm. En 1980, Gran Bretaña promulga la *Companies Act* y prohíbe el uso de información privilegiada. De la misma manera que en 1933 Estados Unidos promulga la *Securities Act* y luego, un año después, la *Securities Exchange Act* y prohíbe el *insider trading*.

² Información material es aquella información que puede influir en el precio de los valores y, por tanto, información que puede influir en la toma de decisiones de los inversionistas.

³ Por información no pública debemos entender aquella información que aún no ha sido revelada al mercado.

y que sobre la base de ella se realice alguna transacción, es la violación a un deber de reserva frente a la sociedad en cuestión. ¿Quiénes tienen este deber de reserva para con la sociedad? La respuesta a esta pregunta nos llevaría a contestar también quién debe ser *insider* y por lo tanto, a quién se debe prohibir el uso de información privilegiada en su favor.

Nos encontramos ante la posibilidad de exigir un deber de reserva frente a la sociedad a quien mantiene una relación contractual con ella, sea ésta laboral, de representación, por asesoría, etc. Tenemos, por otro lado, la posibilidad de exigir este deber de reserva a toda aquella persona que por una u otra razón tiene acceso, aunque sea temporalmente a información material no pública de una sociedad, sin que medie algún tipo de relación contractual con ella; tal sería el caso del amigo del director de una sociedad exitosa a quien éste comenta el próximo proyecto de dicha sociedad. Bajo esta segunda opción, este amigo del director tendría tanto deber de reserva como el mismo representante legal de la sociedad. Si esto fuera así, ¿cuándo podría considerarse que me encuentro excluido de la normatividad aplicable al *insider trading*? ¿cómo sé si soy o no un *insider* cuando me entero de algún proyecto o posible operación de una empresa? ¿No parece absurdo acaso que cualquier persona que tiene acceso aunque sea temporal o indirectamente a información material sea considerado un *insider* -con todo lo que esto trae consigo?

Imaginemos por un momento que en una reunión de amigos, el gerente general de un banco le comenta a un colega que su banco está negociando una posible fusión con otra entidad financiera mundialmente reconocida y nosotros, simples estudiantes de derecho, escuchamos este comentario. ¿Cuáles serían las consecuencias de considerarnos *insiders*?

Creemos que, para comenzar, las transacciones del mercado de valores se paralizarían ante la duda del inversionista de

si puede o no comprar y vender acciones de la sociedad mencionada en el ejemplo. En segundo lugar, el proceso de fiscalización no es gratuito y por el contrario, implica grandes costos para el estado, quien tendría que fiscalizar el comportamiento de cuanto participante del mercado de valores haya. Sin duda, esto encarece la inversión en el mercado de valores porque los organismos reguladores trasladarían el costo de esta fiscalización a los privados. Por otro lado, también se encarecería la inversión del mercado de valores por un segundo motivo. Las transacciones en el mercado de valores se basan en la continua búsqueda de información de la cual poder sacar provecho⁴. Si un inversionista o vendedor de valores no pudiera obtener una ganancia por la información adicional que adquiere, no existirían incentivos para la búsqueda de información sobre la sociedad parte de las transacciones y posiblemente no se producirían transacciones en el mercado de valores, o las transacciones se realizarían con tan poca información que no los valores no serían asignados a su mejor uso.

La Corte Suprema de los Estados Unidos, en el caso *Chiarella vs. Estados Unidos*, no sólo descartó como intención de las normas de *insider trading* la búsqueda de una paridad de información entre todos los inversionistas, sino que además, descartó la posibilidad de que un comprador o vendedor en el mercado de valores, automáticamente adquiriese un deber de revelación de información⁵.

En esa línea, la Corte Suprema de los Estados Unidos determinó que era necesaria la existencia de una relación contractual con obligaciones fiduciarias entre una persona y la sociedad, para que aquella sea considerada *insider*⁶.

En la misma línea el artículo 1 de la Resolución Conasev N° 359-93-EF/94.10, lista de manera enunciativa las personas a las que prohíbe la revelación de información reservada y el uso de esta información en

⁴ Si bien parece absurdo contemplar la posibilidad de que un tercero que obtiene información privilegiada de una sociedad debe ser automáticamente considerado un «insider», debemos mencionar que la propia SEC (Securities and Exchange Comisión) de Estados Unidos estuvo alguna vez, antes de la decisión de la Corte Suprema sobre el caso *Chiarella vs. Estados Unidos*, a punto de emitir una norma que penalizaría a cualquier inversionista que realizara cualquier transacción sobre la base de una ventaja de información respecto de su contraparte en la negociación. Una norma como esta evidentemente hubiera paralizado las negociaciones en el mercado de valores, pues por un lado el estado tendría que fiscalizar permanentemente que no se presentara algún incumplimiento a esta norma y por otro lado, lo que es más importante, la mayoría de negociaciones en el mercado de valores se realizan sobre la base de ventajas informativas entre un inversionista y otro. Felizmente, la Corte Suprema luego emitió la resolución sobre el caso *Chiarella vs. Estados Unidos* y no sólo impidió que la SEC emitiera semejante barbaridad de norma, sino que delimitó la aplicación de las normas de *insider trading*.

⁵ COFFEE, John & Joel SELIGMAN. «Securities Regulation». Foundation Press, 2003. pp. 1070 y ss.

⁶ MACEY, Jonathan. SEC's Insider Trading Proposal: Good Politics, Bad Policy. En: www.cato.org

provecho suyo⁷, de acuerdo con lo previsto en el artículo 3 de la misma norma⁸.

Esta norma considera que es *insider* todo aquel que por razón de su relación con una sociedad tenga la posibilidad de adquirir información considerada como hecho de importancia⁹. Esta relación se puede manifestar de distintas maneras: contratos laborales, contratos de auditoría, asesoría, cargos de confianza o de administración, etc. Y es que parece razonable que sean estas personas, y no cualquier tercero, las que tengan deberes respecto de la sociedad. El problema, sin embargo, es que esta norma no es taxativa y por tanto, cuando menciona como obligados por esta norma a las personas que, por su cargo o actividad, tengan acceso a información que constituye un hecho de importancia, deja abierta la posibilidad de gente como Chiarella, trabajadores de imprentas en donde se imprimen los prospectos informativos de algunas empresas sea considerada *insider* y no pueda transar sobre la base de dicha información. Creemos sin embargo, que esto no es lo que la norma quiere decir y que en todo caso, los espacios grises de aplicación de la norma deben ser dejados al desarrollo jurisprudencial.

Por lo tanto, y en concordancia con nuestra legislación, un *insider* es toda aquella persona que –teniendo un deber de reserva frente a la sociedad y un deber de revelación de información para con el organismo regulador,

tiene acceso a información importante sobre una empresa; información que afecta el precio del valor o puede influenciar en las decisiones de los inversionistas, información conocida como información material¹⁰.

Una vez definido a quiénes se consideran *insiders* y qué actividades de estos constituyen una práctica prohibida, analizaremos por qué creemos que esta prohibición no es acertada.

III. ¿COSTOS DE TRANSACCIÓN?

La primera formulación del Teorema de Coase es enunciada de la siguiente manera: «si los costos de transacción¹¹ fueran cero, se produciría el resultado eficiente con independencia de la norma atributiva de derechos elegida»¹².

Por lo tanto, si los costos de transacción son positivos, la solución eficiente dependerá de la norma jurídica que se elija. En estas circunstancias, la norma preferible es aquella que reduce al mínimo los efectos de los costos de transacción. En ese sentido, la regla legal que deberá elegirse es aquella solución a la que las partes llegarían si los costos de transacción fueran iguales o cercanos a cero.

La posibilidad de que los *insiders* puedan hacer uso de la información privilegiada que han obtenido, sea por mérito propio o no, es una cuestión de asignación de derechos de propiedad sobre dicha información. Si la

⁷ «Artículo 1° Las personas que a continuación se indica y, en general, quienes por razón de su cargo o actividad, tengan acceso a la información sobre hechos de importancia de una sociedad emisora cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Público de Valores e Intermediarios, deben guardar reserva absoluta respecto de tales hechos, hasta que sean conocidos por el mercado.

- a) Directores, Gerente General y Administradores.
- b) Auditores.
- c) Gerentes y secretarios de los órganos de las sociedades.
- d) Los accionistas de las sociedades emisoras que individualmente posean el 5% o más del capital social de la misma.
- e) Los asesores y en general quienes presten servicios a la sociedad siempre que su asesoría, colaboración o relación laboral con la sociedad emisora, sea en cualquier actividad que pueda influir en los precios de cotización de los valores emitidos por dicha sociedad.
- f) Los liquidadores de las sociedades cuyos valores se encuentran inscritos en Bolsa. (...)»

⁸ «Artículo 3° Las personas mencionadas en el Artículo 1 deberán abstenerse de: a) Utilizar la información reservada a que tuvieren acceso para obtener, para sí o para otros, actuando directamente o por conducto de terceros, ventajas que provengan de su conocimiento o del uso de información reservada que aún no haya sido divulgada al mercado por la sociedad emisora. b) Obtener ventajas para sí o para otros directamente o por conducto de terceros provenientes de la realización de operaciones de compra o venta de valores relativos a una sociedad emisora en razón de su conocimiento o acceso a la información a que se refiere el Artículo 1 de la presente Resolución».

⁹ Son considerados hechos de importancia aquellos hechos que pueden influir en la toma de decisiones de los inversionistas. Resolución Conasev N°107-2002-EF/94.10.

¹⁰ Los ejecutivos de una empresa definitivamente tienen información material. Un gerente de ventas, por ejemplo, sabe perfectamente si el nivel de ventas de la empresa se acerca al nivel de ventas que la misma ofreció a sus inversionistas. El contador de la empresa tiene acceso también a información privilegiada y por lo tanto, es considerado un *insider*.

¹¹ Los costos de transacción incluyen los costos de identificación de las partes con las que uno ha de tratar, los costos que implica el reunirse con dichas partes, los costos del proceso de negociación en sí y los de la puesta en práctica de aquel acuerdo al que se llegue.

¹² POLINSKI, Michell. «Introducción al Análisis Económico del Derecho».

titularidad sobre la información interna de la empresa se le asigna a los administradores de la misma, el uso de información privilegiada estaría permitido. Si decimos, en cambio, que esta información es de titularidad de la sociedad o de sus accionistas, los administradores de la empresa no podrán hacer uso de esta información para su propio beneficio –pues ello implicaría hacer uso de un bien ajeno- y por lo tanto, el *insider trading* no estaría permitido. Sin embargo, en ambos supuestos de asignación de propiedad sobre esta información material no pública, si los costos de transacción fueran bajos, no importaría la asignación del derecho de propiedad inicial, pues las partes llegarían mediante la contratación privada a una reasignación eficiente de este recurso.

En principio, las operaciones realizadas por *insiders* o por aquellos que manejan información material no pública sobre una empresa, no pueden ser calificadas ni de absolutamente beneficiosas ni de perjudiciales o ineficientes. Lo beneficioso o perjudicial de estas operaciones depende en muchos casos de la calidad del *insider*, de las circunstancias que rodean a la actividad de la empresa, etc. Es por ello que podemos afirmar que incluso dentro de una misma empresa, la conveniencia o no de una transacción basada en el uso de información privilegiada se altera en función a variables que ni el Estado ni nosotros podemos conocer, variables que los accionistas o los administradores de la empresa manejan mucho mejor y a menor costo.

Si para una misma empresa la posibilidad de que sus administradores hagan uso de la información privilegiada a la que tienen acceso, puede ser a veces beneficiosa y a veces perjudicial parece claro que no podemos hablar de un mismo tipo de efectos para todas las empresas en general.

En tanto no podemos hablar de la producción de los mismos efectos para todas las sociedades que permiten el *insider trading*, con mayor razón no tiene sentido aplicar una misma norma legal para todas las sociedades.

Bajo la premisa de que no es óptimo establecer una regla general aplicable al uso de información privilegiada, creemos que lo mejor es dejar este tema, que tanta preocupación genera a nuestros legisladores, a la libre contratación de las partes.

Explicaremos por qué es más eficiente dejar la determinación de la propiedad sobre el uso de información privilegiada a la libre contratación de las partes. Para ello, nos ampararemos en el Teorema de Coase¹³.

Una aplicación del Teorema de Coase al uso de información privilegiada, nos permite concluir que tanto las empresas como los *insiders* tienen los incentivos necesarios para asignar el derecho de propiedad de la información no pública sobre la empresa, a quien lo valore más¹⁴.

En principio, dependiendo de qué accionistas se trate, los costos de transacción en la relación accionistas-administradores son muy cercanos a cero¹⁵, por lo que no importa la norma jurídica que designe la propiedad sobre la información interna de la sociedad, las partes siempre podrán llegar a una solución eficiente.

La mayoría de legislaciones otorga el derecho de propiedad de este tipo de información a la sociedad o a los accionistas de la misma. Sin embargo, por otro lado, les niega la posibilidad de contratar sobre dicha propiedad. Es decir, que mientras por un lado el mensaje para la empresa es «esta información interna es tuya», por otro lado se le dice «pero no la puedes transferir».

Si partimos de la idea que el derecho de propiedad lleva implícita la libre disponibilidad, una norma que prohíbe el *insider trading* contradice el derecho de propiedad que se le otorga a la empresa sobre su información interna.

Pero ¿qué lleva al legislador a prohibir a los administradores de una empresa realizar transacciones sobre la base de una información interna de la empresa? Pensemos por ejemplo, en las cláusulas contractuales

¹³ COASE, Ronald. «The Problem of the Social Cost». *Journal of Law and Economics*, 1960.

¹⁴ EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. *Trading on Inside Information*. En: «The Economic Structure of Corporate Law». Harvard University Press, 1996. p. 263.

¹⁵ Cabe precisar que cuando nos referimos a los accionistas de la empresa centramos nuestra afirmación en los accionistas mayoritarios o aquellos que tienen cierta incidencia en nombramiento de los administradores de la empresa. Sucede por ejemplo que existen sociedades con accionariado muy difundido en las que los accionistas minoritarios -que eventualmente pueden tener una participación cercana a «cero»- tendrían que incurrir en costos muy altos para negociar con los administradores de la empresa sobre el uso o no de la información privilegiada. Sin embargo, este problema de altos costos de transacción entre los administradores de la empresa y los accionistas minoritarios de empresas con accionariado muy difundido se presentan en casi cualquier tema societario.

que las empresas prevén en los contratos con sus abogados o contadores para la no divulgación de información de la empresa. ¿Qué diferencia existe entre estas cláusulas contractuales y una que pudiera preverse en el estatuto o en los contratos celebrados entre los accionistas (o la propia sociedad) y los administradores? Al parecer, ninguna. Hay quienes, sin embargo, podrían sostener que una cláusula como esta es muy difícil de cumplir por los altos costos de fiscalización que implicarían¹⁶ para la sociedad o los accionistas¹⁷. A pesar de ello, creemos que una regla que prohíbe el uso de información privilegiada no es eficiente porque los costos de fiscalización a los que hemos hecho referencia dependerán de cada sociedad y, por otro lado, dependiendo de la sociedad y de las circunstancias, la empresa podría querer que sus administradores puedan negociar sobre la base de información interna no pública a la que ellos tienen acceso.

Sin embargo, por lo general los costos de ejecución de estos contratos son muy altos, y en esos casos se torna imposible para las empresas asignar derechos de propiedad sobre esta información de manera eficiente y por lo tanto, los beneficios de la contratación sobre el uso de esta información se perderían. Tal como señalan Easterbrook y Fischel¹⁸, las empresas que ganarían con la existencia de estas restricciones para sus administradores, no podrían distinguirse – ante los ojos de los inversionistas- de otras porque todas aparentarían ser igual o más restrictivas, aunque en realidad no lo fueran.

Una forma de facilitar la ejecución de los contratos de no divulgación de información privilegiada es la exigencia a los administradores de la comunicación de todas sus transacciones con valores de la empresa o la presentación de las declaraciones juradas que presentan a la administración tributaria. Sin embargo, se nos presenta el mismo problema de evasión de la obligación porque el administrador bien podría transmitir la información privilegiada a testaferreros y por esta vía, evitar, por ejemplo, la declaración de la transacción.

Por lo tanto, si la posibilidad de detección de prácticas de *insider trading*, aún cuando existen cláusulas contractuales en contra, es mínima, parece razonable que existan mecanismos públicos de ejecución de dichos contratos. Hay que tener en cuenta sin embargo, que los mecanismos públicos de ejecución generan costos, costos que por lo general son mayores que los originados por los mecanismos privados de ejecución. Ello, sin dejar de lado que en el caso de la ejecución pública, los costos no sólo los asumen las partes involucradas sino todos aquellos terceros que cumplen con pagar sus tributos al estado.

Hay que tener en cuenta también que aun cuando la ejecución pública fuese más efectiva, ello no justifica la prohibición de realizar operaciones sobre la base de información privilegiada. El que haya una ejecución pública de una prohibición proveniente de un contrato privado, no significa que la prohibición deba ser pública. Así como existe la posibilidad de solicitar la ejecución de un contrato privado cualquiera en la vía judicial, no creemos que existan razones para que la misma regla no se aplique a la contratación privada sobre el *insider trading*.

Todo lo dicho se aplica perfectamente a cualquier mercado de valores desarrollado con sociedades con accionariado difundido, pues en ellas los intereses de los administradores no están, por lo general, alineados con los de los accionistas. La realidad peruana, sin embargo, es distinta y por ello creemos necesario detenernos un momento en ella.

En el Perú, las sociedades que cotizan en bolsa son, por lo general, sociedades con accionariado altamente concentrado, caracterizándose siempre por tener a un grupo de accionistas controladores que ocupan también los cargos de administradores y directores. En este contexto, parece difícil que se genere un conflicto entre administradores y la mayoría de accionistas. En este contexto, el conflicto por tanto, no es entre accionistas y administradores sino más bien entre

¹⁶ Los altos costos de fiscalización a los que hacemos referencia están relacionados con la posibilidad de detectar una transacción basada en el uso de información privilegiada por parte de los administradores. La posibilidad de detección de una transacción como ésta se ve reducida por la variedad de opciones por las que los administradores podrían optar para cubrirse. Por ejemplo, un *insider* que intenta evadir su obligación de no comprar acciones de la empresa «X», en donde trabaja como director, puede comprar acciones de dicha empresa a través de un testaferrero. Sin embargo, estos costos de fiscalización para detectar comportamientos estratégicos se presentan en múltiples operaciones societarias y de mercado de valores; no siendo, por tanto, propios de la figura del *insider trading*.

¹⁷ Nótese que este mismo argumento de generación de altos costos de fiscalización puede utilizarse para criticar la legislación de *insider trading*.

¹⁸ EASTERBROOK, Frank y Daniel Fischel. Op.cit. p. 263.

accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios y en ese sentido, las normas de *insider trading* son, en cierto sentido, normas de protección al accionista minoritario y no normas de protección al inversionista ni fomentadoras de la eficiencia del mercado de valores.

La pregunta es entonces qué pasaría en estos casos con los accionistas minoritarios si no existiera la prohibición del *insider trading* –al margen que consideramos que esta pregunta requiere la respuesta de una anterior: por qué es necesario proteger a los accionistas minoritarios. Sucedería que dada la existencia de no tan bajos costos de transacción entre los accionistas minoritarios y los mayoritarios, la decisión de estos últimos sería la decisión de la sociedad y por lo tanto, la sociedad optaría por permitir el *insider trading* al margen de que los accionistas minoritarios no lo quisieran. Ante esta posibilidad, el legislador peruano prefiere proteger al accionista minoritario y prohibir esta práctica. Creemos que esta preocupación por el accionista minoritario es una clara muestra de lo inconsecuente que es nuestra legislación porque el mismo legislador que prohíbe que la decisión de permitir o no el *insider trading* sea tomada por la mayoría de accionistas (grupo controlador en la mayoría de los casos), permite que esta misma mayoría adopte acuerdos que pueden generar grandes perjuicios a los accionistas minoritarios, tales como acuerdos de fusión con otras empresas, ventas de activos, etc.

Nos preguntamos entonces por qué el legislador hace esta diferencia. ¿Por qué por un lado permite que la mayoría imponga sus decisiones y por qué le niega a la misma mayoría la posibilidad de imponer su decisión respecto de un caso de *insider trading*? Creemos que no existen razones para hacer diferencias. El hecho de que existan conflictos entre accionistas minoritarios y mayoritarios no hace necesaria la intervención del estado en beneficio de los primeros, pues son ellos mismos los que toman la decisión de ser minoritarios y por tanto, de asumir el riesgo de que el día de mañana, la mayoría adopte un acuerdo con el que no están de acuerdo. Para casos como éste, en el que la mayoría imponga la posibilidad de que los *insiders* hagan uso de la información material no pública en su propio beneficio, podría

establecerse –vía legal o estatutaria- la facultad de los minoritarios de ejercer un derecho de separación.

IV. EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA COMO MECANISMO DE RETRIBUCIÓN A LOS ADMINISTRADORES

Una de las ventajas del *insider trading* es que puede ser utilizado como un mecanismo de retribución a los administradores y es ello lo que podría hacer a esta figura atractiva tanto para los accionistas como para los administradores¹⁹.

Quienes critican el *insider trading* distinguen esta figura de otros mecanismos de retribución a los administradores. Así, las remuneraciones de directores, los bonos, las vacaciones, y cualquier otra contraprestación o condición de trabajo parecen ser destinados por naturaleza a la contratación privada. Sin embargo, no sabemos por qué extraña razón, el *insider trading* se encuentra al margen de cualquier contratación.

Pensemos por un momento en un escenario en el que la retribución de directores fuera determinada por el estado. Imaginemos que nuestros legisladores deciden hoy emitir una ley que prohíba la negociación de la remuneración de los directores de todas las sociedades anónimas y que por lo tanto, establezca como retribución legal S/.500 para todos los directores de todas las sociedades anónimas del país. ¿Qué sucedería en este escenario?

Una primera consecuencia de una norma como ésta sería que los directores eficientes y renombrados no se podrían distinguir de los directores ineficientes, pues todos recibirían la misma retribución. Al no poder distinguirse de los directores ineficientes, ningún director que tuviera como expectativa una remuneración de más de S/.500 tendría incentivos para trabajar de manera eficiente. No importa cuánto trabaje, ni qué tan bien realice su trabajo, siempre recibirá S/.500. Mientras que los directores ineficientes, cuya expectativa de remuneración era menor a S/.500, no tendrán ningún incentivo para trabajar para ganarse ese «extra» –entendida como la diferencia entre lo que esperaban ganar y lo que ganarían producto de la aplicación de la ley mencionada. A esto hay que añadir la

¹⁹ Esta figura será atractiva para ambos grupos siempre que los miembros de cada uno de ellos sean distintos de los del otro. Sin embargo, en los casos en los que esto no es así, el *insider trading* como mecanismo de retribución a los administradores es incluso mucho más atractivo, pues son quienes toman la decisión de permitirlo, los que se ven beneficiados por su propia decisión. En este último caso se deja de lado el interés del minoritario pero como ya explicamos, este accionista minoritario no requiere de mayor protección al respecto.

producción de enormes incentivos, principalmente para los directores eficientes y las empresas que buscan contratar a dichos directores, de evadir la norma y buscar otras formas de remuneración. Todo esto, sin considerar los altísimos costos en los que tendría que incurrir el estado para fiscalizar el cumplimiento de la norma.

Este pequeño ejercicio mental nos permite ver qué costoso e ineficiente resulta que el estado intervenga, porque a pesar de que en estos casos puede ser costosa la negociación entre los privados, siempre será menos costosa que con la intervención estatal- y con mayor razón cuando la negociación no es costosa.

Por lo tanto, una norma como la mencionada es ineficiente y su promulgación llamaría la atención incluso de quienes defienden a capa y espada la regulación del uso de información privilegiada.

Cabe preguntarse entonces, ¿qué es lo que diferencia a estas formas de remuneración de los administradores de una empresa con el *insider trading*? Y si es que hubiera alguna diferencia, ¿justificaría ésta un trato normativo distinto²⁰?

A nuestro parecer sólo existe una diferencia entre una forma de remuneración para los administradores de la empresa y la posibilidad de negociar sobre información privilegiada. Esta diferencia consiste en que en el primer caso la remuneración del administrador guarda relación con su trabajo²¹, mientras que el *insider trading* no. En este caso, no importa cuán rentable sea o no la empresa, ni eficiente el trabajo del administrador, éste siempre podrá sacar provecho del uso de información privilegiada a la que tiene acceso y por esta vía, percibir una remuneración que no vaya de acuerdo a su desempeño como administrador de la sociedad. Lo que sucede es que aun cuando esta diferencia existe, la misma no justifica que el estado intervenga para prohibir este mecanismo de remuneración. Es más, precisamente esta diferencia permitirá que por ejemplo, se desarrollara, si no generara, un mercado de administradores. Pensemos por ejemplo en el *insider trading* como el gancho perfecto para que el gerente general de The Coca Cola Company sea

contratado por Pepsi. Asumiendo que Pepsi le paga muy bien, lo que podría permitirle a The Coca Cola Company jalar a su nuevo gerente general podría ser perfectamente esta posibilidad de ganar con el uso de información privilegiada en su propio beneficio.

Si la figura del *insider trading* fuera ineficiente, una empresa que la permitiera estaría en desventaja respecto de las demás empresas y por lo tanto, en un mercado competitivo, tendrán los incentivos suficientes para impedir un esquema de remuneración como el *insider trading*.

Por lo tanto, nada justifica que las empresas no puedan negociar con sus directores la asignación del derecho de propiedad sobre la información interna de la sociedad. En otras palabras, nada parece justificar el hecho que el estado, restrinja la libertad contractual de las empresas, accionistas y administradores de una empresa. Finalmente, son ellos quienes están en mejor situación de negociación y quienes finalmente deciden qué es lo mejor para ellos.

V. POR QUÉ PERMITIR EL *INSIDER TRADING*

Otorgar derechos de propiedad a los administradores, sobre información no pública de la sociedad, podría otorgar a dichas sociedades la posibilidad de comunicar al mercado de manera menos costosa, así como de crear incentivos a los administradores para maximizar el valor de la sociedad²².

El problema esencial es si estos acuerdos entre accionistas y administradores generan algún tipo de externalidades negativas sobre terceros. Según Epstein, en estos casos no hay externalidades involucradas. Una sociedad que quiere permitir el *insider trading* sólo necesita prever en sus estatutos una cláusula que establezca: «Si usted desea negociar con las acciones de nuestra empresa, entienda por favor que todo miembro de la administración o trabajador de confianza esté permitido de contratar en base a toda la información privilegiada que satisfaga su interés. Si usted desea invertir con nosotros, así es como será. Si usted no desea invertir con nosotros, es usted totalmente libre de comprar acciones de nuestro competidor que no permite esta opción»²³.

²⁰ CARLTON, Dennis y Daniel FISCHER. «The Regulation of Insider Trading. En: Economic Analysis of the Law, Selected Readings». Blackwell Publishing, 2003. p. 203.

²¹ Incluso en el caso de los bonos, éstos se otorgan en función de un nivel de percepción de utilidades por ejemplo, con lo cual se fomenta al administrador a trabajar de manera más eficiente.

²² EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. Op.cit. p. 256.

²³ EPSTEIN, Richard. El ocultamiento, uso y divulgación de información. En: THEMIS-Revista de Derecho N° 44, 2002.

Si bien, muy rara vez la sociedad querrá que sus administradores negocien sobre la base del uso de información privilegiada a la que tienen acceso, esto no quiere decir que vaya a ser un mecanismo que no se utilice, pues dependerá de qué tipo de información es la que los *insiders* tienen porque en función de ello se puede determinar quienes son los perjudicados con el *insider trading*²⁴. Así, si por ejemplo, la información refleja un incremento en el precio del valor, todos los que hayan vendido sin tener conocimiento de dicha información se verán perjudicados. Sin embargo, cuando la posibilidad de negociar sobre el uso de información privilegiada está en el estatuto de la sociedad y además es publicada en un registro público como el Registro Público del Mercado de Valores, los accionistas sabrán que deben prestar atención a la señal que emiten los *insiders* antes de vender sus valores; y por lo tanto, no podrían alegar desconocimiento de por lo menos el riesgo de vender a un precio menor del que venderían algunos días después cuando la información que maneja el *insider* se haga pública.

El tema central entonces, es que no hay externalidades involucradas para los accionistas o inversionistas. Pero ¿qué sucede con los accionistas minoritarios en el caso de las sociedades peruanas? ¿Podrían alegar que ellos sí tienen que soportar una externalidad negativa originada por la decisión del grupo mayoritario? Al respecto existen dos escenarios: el primero de ellos es uno en el que *insider trading* está permitido desde la constitución de la sociedad o antes de que el accionista minoritario adquiera las acciones de la sociedad. En este caso el que adquiere las acciones de la sociedad lo hace conociendo que el *insider trading* está permitido y por lo tanto, no podría alegar que la decisión de la mayoría lo perjudica porque dicha decisión ya era conocida por él. El segundo escenario es uno en el que el *insider trading* se permite, producto de un acuerdo de la mayoría, frente a un accionista minoritario para quien al momento de adquirir sus acciones el *insider trading* no estaba permitido. En este caso, efectivamente se produce un perjuicio a los minoritarios. Este perjuicio sin embargo, es el mismo que se produce cuando la mayoría decide por ejemplo, la fusión con una sociedad que

cambia el giro del negocio de la sociedad. Y, sin embargo, para estos casos el legislador ha adoptado una solución distinta. Creemos que la externalidad generada por la mayoría a la minoría, cuando ésta acuerda de un momento a otro permitir el *insider trading*, puede ser eliminada con la posibilidad de los minoritarios de separarse de la sociedad.

Debemos tener presente dos presupuestos de los que partiremos para argumentar que las sociedades deberían contar con por lo menos la posibilidad de permitir el *insider trading*. El primero de ellos es que cuanto más información haya en el mercado, esta información revelará mejor los precios de los valores. El segundo, cuanto más información reflejen los precios, estos serán las mejores guías para las decisiones de inversión²⁵.

¿A la sociedad le interesa revelar su información al mercado? Inicialmente, se esgrimen varias razones para contestar afirmativamente la pregunta planteada. Por qué es que las sociedades revelan información al mercado? Una razón es que la revelación de información puede reducir para los inversionistas la incertidumbre sobre la sociedad. Una segunda razón es que la revelación de información por parte de la empresa, puede permitir a los actuales inversionistas de la sociedad vender sus acciones a los *outsiders* a un precio más alto que el promedio. Si la sociedad no revela información, los *outsiders* asumirán lo peor y reducirán del precio que están dispuestos a pagar, un monto por la incertidumbre. Finalmente, valores con precios exactos dan a la sociedad información respecto de la labor de sus administradores. Así, los mercados de servicios de administración y de tomas de control son más eficientes²⁶. Hasta aquí vemos que la revelación de información al mercado trae consigo suficientes beneficios para las sociedades y por lo tanto, pareciera que toda sociedad intentará revelar la mayor información posible al mercado.

Sin embargo, esto no es tan cierto. En primer lugar, revelar información implica que la sociedad deberá incurrir en una serie de costos. Por lo tanto, parece lógico que la sociedad sólo revelará información cuando los beneficios que ello genere sean mayores

²⁴ EPSTEIN, Richard. «Simple Rules for a Complex World». Massachusetts, Harvard University Press, 1997. p. 255.

²⁵ Decimos esto porque la principal finalidad del mercado de valores es inyectar capital a la economía. Esto se consigue mediante la eficiencia del mercado de valores, cuando los precios revelan el riesgo y la posibilidad de retorno futuro. Por lo tanto, la principal finalidad de la regulación del mercado de valores es lograr esta eficiencia. Es necesario entonces, analizar si el *insider trading* limita o impide el cumplimiento de esta finalidad.

²⁶ *Ibid.* p. 256

a los costos en los que incurre con dicha revelación²⁷.

Imaginemos que una empresa «X» está a punto de fusionarse con una empresa «Y». Imaginemos también que dicha fusión forma parte de un gran proyecto de negocios que llevará a las empresas a cotizar sus valores a mayor valor. Podemos ver que esta es una situación en donde existen dos intereses «contrapuestos». En primer lugar, tenemos a los administradores de ambas empresas, junto con los accionistas mayoritarios de las mismas, que son los únicos que conocen de dicho proyecto y por lo tanto, de las negociaciones. Son estas personas por tanto los que cuentan con información privilegiada. Estas personas, quisieran que el mercado se enterara cuanto antes de que las cosas parecen ir bien para las dos sociedades de nuestro ejemplo, con la finalidad que cuanto antes los inversionistas compren las acciones a un precio más alto. Sin embargo, por otro lado, hacer pública dicha información puede causarles perjuicios, porque, por ejemplo, podría paralizar las negociaciones si cualquier competidor se enterara de ellas. En segundo lugar, tenemos a los posibles inversionistas que están buscando adquirir valores rentables. Estos inversionistas quisieran saber si hay algún proyecto en marcha respecto de estas dos sociedades porque ello haría que compraran las acciones de dichas empresas al valor actual para luego de iniciado o hecho público el proyecto puedan vender dichos valores a un precio mayor. Sin embargo, tampoco quieren que esta información sea totalmente pública porque los demás inversionistas acudirían a comprar estos valores, los precios subirían y por lo tanto, ya no resultaría mayor negocio comprar dichos valores para venderlos inmediatamente después.

¿Cómo reconciliar estos intereses? Aunque parezca curioso el *insider trading* podría ayudar. ¿Cómo cumpliría el *insider trading* esta tarea? Pensemos de nuevo en el ejemplo mencionado líneas arriba. Los administradores de ambas empresas «X» e «Y» harán uso de la información privilegiada a la que tienen acceso

y adquirirán, directa o indirectamente, valores de ambas sociedades, para mantenerlos hasta que el proyecto se haga público y venderlos. Sucede que cuando uno de los administradores sale a comprar al mercado valores de su propia empresa o valores de otra cuyos administradores compran en la primera, se está lanzando una señal en el mercado. Una señal que sólo los más interesados, o por lo menos los más acuciosos, podrán percibir y, por lo tanto, acudirán a comprar valores de una o ambas empresas. Así, la información poco a poco irá generando precios exactos²⁸ y por lo tanto, generando un mercado eficiente. Quienes se percaten primero de la señal que los *insiders* lanzaron al mercado serán los que ganen primero y más mientras que los últimos, los más perezosos, ganaran casi nada o nada por esta información²⁹. Esto, sin dejar de lado la competencia que se generaría entre los intermediarios, pues estos buscarían diferenciarse entre ellos mismos en función de su destreza para captar más información.

Vemos entonces cómo cada una de las dos partes del ejemplo, administradores y posibles inversionistas, salen ganando. Por un lado, los administradores por no haber tenido que incurrir en costos para la revelación de la información ni haber tenido que sufrir los perjuicios de la revelación de la información –pues la señal lanzada al mercado sólo revela que algo bueno se ve venir para las sociedades, sin mayores detalles de las negociaciones; así como por poder realizar el negocio de «comprar barato para luego vender caro». Por otro lado, los posibles inversionistas de la empresa que buscaban este tipo de información que sin ser pública les permita comprar los valores de las empresas del ejemplo, para poder invertir en un negocio rentable. Ambas partes entonces, salieron ganando.

Pensemos por ejemplo en ambas sociedades que son las que tendrían en principio la propiedad sobre la información privilegiada; propiedad que, en nuestro ejemplo, fue transferida a los administradores de cada una de ellas. Creemos que ninguna de estas

²⁷ Cuando hablamos de costos, incluimos en ellos los perjuicios a los intereses de los accionistas o administradores de la empresa, por poner un ejemplo. Así, si una sociedad está a punto de fusionarse con otra, para aquella puede resultar perjudicial que dicha información salga al mercado antes del cierre de las negociaciones. Por lo tanto, estos posibles perjuicios también se deberán tomar en cuenta.

²⁸ Esto es así porque mientras más gente tome conocimiento de la información y compre los valores, la demanda de éstos aumentará y por tanto el precio también.

²⁹ Podría argumentarse que quienes van a adquirir la información antes son los inversionistas institucionales y que ello sería un perjuicio en el intento de hacer que más personas (personas naturales) participen en el mercado. Sin embargo, este problema no se presenta únicamente por este tema, ni constituye tampoco un problema *per se*. Las personas naturales pueden participar por medio de intermediarios y escoger el intermediario que deseen para que realicen sus inversiones. Por otro lado, las persona naturales tendrán más incentivos para buscar información, o estar pendientes del comportamiento de los inversionistas institucionales y actuar conforme a las señales que dicho comportamiento genere.

sociedades podría verse perjudicada en este caso específico por el *insider trading*, pues sus valores aumentaron de valor antes de lo previsto y el que esto haya ocurrido genera además grandes expectativas sobre el proyecto, mientras que el mercado no se enteró de las negociaciones antes de lo conveniente.

Bajo esta perspectiva parece cuestionable no permitir las transacciones sobre el uso de información privilegiada, toda vez que si permitimos que los *insiders* transen, la información que generarían sería parecida a la información que la propia sociedad revelaría³⁰.

Otra interrogante a plantearnos es qué sucede en el mismo ejemplo en un mercado en el que la legislación prohíbe el *insider trading*. La regulación del *insider trading* en este caso mencionado como ejemplo sólo genera mayores costos para los administradores y por lo tanto, desincentivos para transmitir esta información de mejor manera al mercado.

¿Esto significa que los administradores no realizan *insider trading* cuando hay regulación de por medio? No, esto sólo significa que siempre que esto siga siendo beneficioso, los administradores buscarán la forma de evadir las normas o encubrir sus transacciones. Por ejemplo, los administradores buscarán testaferreros a fin de que sean estos los que compren los valores. Con ello, los únicos beneficiados son los administradores y no la sociedad (pues sus precios se mantienen) ni los posibles inversionistas (a quienes se les hace mucho más difícil escuchar la señal que los *insiders* lanzan al mercado). Resulta curioso, por decir lo menos, que justo a quienes la regulación prohíbe obtener beneficios por el uso de información privilegiada son los únicos que con dicha regulación salen beneficiados.

VI. LOS AMBIGUOS FUNDAMENTOS PARA LA PROHIBICIÓN DEL *INSIDER TRADING*

Quienes son partidarios de la regulación del *insider trading*, y por lo tanto, de su prohibición, presentan principalmente los siguientes principales argumentos, como razones por las que una sociedad querría prohibir el *insider trading*.

1. Apropiación de información

El primer argumento es que negociar haciendo uso de información privilegiada puede terminar siendo para algunos una forma de robar información de la sociedad. Hay quienes dicen, por otro lado, que la posibilidad de que alguien se apropie o se beneficie de cierta información, genera desincentivos para la producción de información y que, por lo tanto, la apropiación de esta información confidencial debería estar prohibida, así como el robo está prohibido³¹.

Respecto del primer punto, consideramos que el *insider trading* no podría considerarse una forma de robo de información o de apropiación por parte de los *insiders* de algo que no es suyo, pues esto depende de a quién se haya asignado la propiedad sobre dicha información y si ésta se ha transferido por vía contractual. Ese es el escenario que nosotros proponemos, uno en el que el *insider trading* se permita en la medida en que por vía estatutaria y contractual la propiedad sobre la información societaria sea transferida a los administradores de la sociedad. De otro modo, todos coincidimos es que sí estaríamos hablando de robo de información privilegiada. Asimismo, creemos que cualquier sociedad podría celebrar convenios de confidencialidad con sus administradores de la misma manera como celebra estos convenios con sus abogados o contadores.

Respecto del segundo punto, debemos decir que no hay que dejar de lado el carácter particular de esta información que creemos que no dejará de producirse por el simple hecho de que algunos se apropien de ella.

2. Generación de incentivos perversos

Una de las razones por las que una sociedad podría no estar interesada en otorgar a los administradores la propiedad sobre información confidencial es que esta posibilidad trae consigo la generación de incentivos perversos, como por ejemplo la manipulación de información con la finalidad de hacer negocio con la compra y venta de valores.

Esta situación, sin embargo, no es exclusiva de un contexto de desregulación y mal podría

³⁰ Al respecto, Ajay Shah's señala que a menudo se equipara al *insider trading* con la figura de la manipulación de precios en el mercado; sin embargo, la manipulación implica el alejamiento de los precios al precio real, ya sea por debajo o por encima, y por lo tanto, reduce la eficiencia del mercado de valores. Mientras que el *insider trading* lleva los precios a niveles muy cercanos a los reales y por tanto, promueve la eficiencia del mercado de valores. Ver: www.cato.org

³¹ *Ibid.* p. 260

usarse como un argumento en su contra. Efectivamente, resulta ingenuo pensar que con la regulación existente no existen actuaciones originadas por los incentivos perversos que se generan cuando la retribución de los administradores depende en parte de los precios de los valores de las empresas para las que trabajan. Sabemos que incluso con la regulación existente se producen prácticas de *insider trading* y con ello, la posibilidad de la generación de los incentivos perversos que podrían presentarse con la desregulación de esta figura. La única diferencia es que esta actividad se hace al margen de la ley y si bien podría decirse que por ello es menos probable que los administradores incurran en ella porque resulta más costosa, encontramos que con la desregulación del *insider trading*, sería la propia sociedad la que asumiría el riesgo concientemente y por lo tanto, asumiría el costo del riesgo de que estos incentivos perversos se generen.

Por otro lado, existen normas de responsabilidad que podrían aplicarse ante una conducta negligente de los administradores. Otro tema es que el sistema de responsabilidad del directorio y de la gerencia de las sociedades no funcione y que por ello sea éste también un tema que deba ser revisado. Sin embargo, en principio, un buen sistema de responsabilidad podría cubrir la actuación de los administradores originada en los incentivos perversos aludidos.

Finalmente, no hay que dejar de lado la realidad peruana en la que el accionariado no es muy difundido y en la que los administradores y directores son los mismos accionistas mayoritarios. En un escenario como éste parece absurdo pensar en la posibilidad de que se generen incentivos perversos para los administradores, pues sus intereses están alineados con los de los accionistas.

3. Pérdida de liquidez del mercado de valores

Se puede pensar que la figura del *insider trading* origina la pérdida de liquidez del mercado de valores, porque si esta figura fuera permitida, los inversionistas sabrían que están en una situación inferior en términos de información respecto de los administradores. Por lo tanto, decidirían no negociar valores, pues sabrán que están en peores condiciones

que los demás y que si no negocian, los administradores solos no podrán hacerlo tampoco; logrando con ello el estancamiento del mercado de valores³².

En un contexto como este, sería necesario implementar algún mecanismo para evitar que los inversionistas no informados decidan paralizar las inversiones y por lo tanto, hacer que el mercado de valores pierda liquidez.

Sin embargo, este problema no es exclusivo del *insider trading* ni se presentaría únicamente si esta figura estuviera permitida, sino que es un problema que se habría presentado siempre, pues muchos inversionistas saben que son desinformados en relación con otros, como por ejemplo inversionistas institucionales.

Sin embargo, nadie se cuestiona la posibilidad de que existan inversionistas más o menos informados que otros.

La solución a un problema como el planteado, nos debería llevar a la conclusión que lo mejor sería buscar que todos los inversionistas obtengan la misma cantidad de información, por todos los medios legales posibles³³. Eso no haría más que desincentivar la búsqueda de información por parte de los que ahora son inversionistas institucionales, o incentivar la violación de las normas legales que se dictarían para este efecto.

Por otro lado, no debemos dejar de lado que los administradores tienen todos los incentivos para que los valores de su empresa —empresa que permite el *insider trading*— no pierdan liquidez.

Finalmente, Arturo Bris³⁴ señala que existe evidencia teórica y empírica para argumentar que los mercados se convierten en más líquidos con la existencia de normas de *insider trading*, entonces, es posible que al prohibir las transacciones de los insiders, los reguladores han hecho que estas transacciones sean más rentables y, por lo tanto, más atractivas para quienes están dispuestos a asumir el riesgo de ser detectados.

4. Razones de justicia

Se puede argumentar también que existen razones de justicia³⁵ que fundamentan la prohibición del *insider trading*. Así, se dice que es injusto que los administradores de una

³² CARLTON, Dennis y Daniel FISCHER. Op. cit. p.207

³³ Bien imponiendo la obligación de revelar toda la información adquirida por los inversionistas sofisticados o bien estableciendo un máximo de información permitida para cada inversionista.

³⁴ BRIS, Arturo. Do insider trading laws work?. Yale School of Management Working Paper, 2000.

³⁵ Ibid. p. 261

sociedad se beneficien con las ganancias de transacciones originadas en el uso de información societaria a la que tienen acceso de manera privilegiada, en perjuicio de los accionistas a quienes les pertenecería dicha información.

Se dice también que esta información «confidencial» debe obedecer y servir simplemente a fines societarios. Sin embargo, estas afirmaciones parecen dejar de lado que los individuos son maximizadores y que por lo tanto, optan por lo que consideran mejor para ellos, es decir, por lo que les trae mayores beneficios. Dado que los individuos son maximizadores, los derechos inicialmente asignados se transfieren al que los valore más. Por lo tanto, la propiedad sobre la información societaria se transferirá a los administradores de la misma sólo si es que éstos valoran dicha información en por lo menos una unidad más que lo que la valoran los accionistas.

Esto no hace más que demostrarnos que sin la innecesaria ayuda del estado, los accionistas pueden actuar en función de sus propios beneficios y determinar si consideran «justo» o «injusto»³⁶ que sus administradores ganen con el uso de información confidencial.

¿No parece que la intervención del estado para estos casos es muestra de una actitud sobreprotectora del estado³⁷? ¿No son acaso los mismos individuos parte de estas relaciones los que se encuentran en mejor situación para decidir si consideran al *insider trading* injusto o no; y, por lo tanto, si lo permiten o no?

Finalmente, si tuviésemos que prestar atención a criterios de justicia para legislar, el legislador debería poner especial atención a por ejemplo el hecho que los accionistas sólo ganan con la venta de sus acciones o con las utilidades generadas, mientras que los administradores ganan sueldos cuyos montos son determinados generalmente por ellos mismos. Si un administrador gana un sueldo y un accionista no y, como si fuera poco, percibe utilidades en función de la buena o mala actuación de sus administradores, ¿no podría considerarse esto también injusto?

¿Si se permite que un administrador gane la remuneración que quiera —al margen de la

generación o no de utilidades— por qué no se le puede permitir que transe con información privilegiada con la que la sociedad misma le permite transar? Las razones para una prohibición de transacciones en base al uso de información privilegiada existen; sin embargo, éstas no obedecen a criterios de justicia y deberían además ser determinadas por las mismas partes y no por el estado.

VII. CONCLUSIONES

Una prohibición del *insider trading* sólo se justificaría si se pudiera comprobar que sin una regla legal, las partes acordarían la prohibición de esta figura y que el estado tiene una ventaja comparativa para la ejecución de esos contratos. Dado que existe la posibilidad de que las sociedades se vean beneficiadas con el *insider trading*, y por lo tanto, de que acuerden permitir esta figura, no tiene sentido la prohibición de la misma, y la ventaja comparativa en la ejecución de esos contratos ya no tiene mayor relevancia.

No queda claro que no existan razones para contratar sobre el uso de información privilegiada y en esa medida no podemos establecer una regla general que la prohíba y que deje sin posibilidades a las sociedades para contratar sobre ello.

Por otro lado, no hay que dejar de lado los altos costos de fiscalización que implica ejecutar una norma de prohibición de *insider trading*. No sólo es necesario que exista un organismo supervisor encargado de velar por el cumplimiento de estas normas e imponer sanciones ante los incumplimientos de la misma, sino que además existe una sanción penal que también activa el aparato estatal, con todos los costos que ello implica. Decimos que hay que tener en cuenta estos costos de fiscalización porque precisamente ellos pueden hacer que la regulación de *insider trading* no sea eficiente.

Una cosa es prohibir una conducta, pero si los recursos de *enforcement* no son suficientes como para detectar los incumplimientos y sancionarlos, entonces estas normas no son más que normas huecas³⁸ que no generan mayor impacto en el mercado que el propio

³⁶ En realidad determinarán si consideran más o menos beneficioso —y no justo o injusto— permitir el *insider trading* en su sociedad.

³⁷ Esta actitud sobreprotectora, así como estos criterios de justicia son los que se encuentran detrás de la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en el mercado de valores. La regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición tiene como una de las finalidades más importantes, la posibilidad de que los accionistas minoritarios participen de la prima de control, asumiendo que es injusto que sólo los mayoritarios o los que tienen el control de la sociedad se beneficien de ella.

³⁸ COX, James, Robert HILLMAN y Donald LANGEVOORT. «Securities Regulation. Cases and Materials». Aspen Law & Business, 2001. p. 1004.

de la generación de costos de transacción, principalmente, costos de fiscalización, impacto que no es minúsculo sino que encarece las transacciones del mercado de valores.

Si la legislación del mercado de valores debe buscar la eficiencia de las transacciones, los legisladores deberían buscar una forma más barata de hacerlo porque con la regulación del *insider trading* sólo generan gastos para el estado, y en último término para los mismos participantes del mercado.

Creemos que el legislador debería permitir a las partes -sociedad y administradores- negociar sobre los términos de su sistema de retribución, sea cual éste fuera, y por tanto, permitir que sean ellos mismos los que decidan si desean permitir o no el *insider trading*. Lo que sí es cierto es que la mayoría de sociedades aparentemente preferirán optar por la prohibición del *insider trading* y en esa medida, una opción legislativa podría ser la de prohibir el *insider trading* a menos que la sociedad determine en su estatuto o por medio de acuerdos, ambos públicos para el mercado, que desean permitir este tipo de transacciones.

Ante esta opción legislativa, si una sociedad «X» no se pronuncia al respecto, se entiende que el *insider trading* está prohibido y que por lo tanto, los administradores de dicha sociedad no pueden negociar sobre la base de información privilegiada a la que tienen acceso. Sin embargo, dado que éste es un derecho de la sociedad, también se le otorga a la misma, la posibilidad de transferirlo a sus administradores y pactar el *insider trading* como un mecanismo de retribución para los mismos. Eso sí, para que esto opere, este mecanismo o forma de retribución debe ser pública y por lo tanto, el mercado debe estar informado de que los administradores de esa

sociedad pueden negociar con valores de la misma sobre la base de información privilegiada a la que tienen acceso³⁹; y, por lo tanto, cada vez que salga un director a comprar valores de la sociedad en la que trabaja como director, el mercado sabrá que esa es una señal de que las cosas van a mejorar para esta sociedad. Sólo de esta manera se puede lograr el alineamiento de intereses –entre inversionistas, accionistas y administradores de la sociedad- que mencionáramos líneas arriba.

No debemos olvidar que contrariamente a lo que muchos legisladores parecen opinar, la legislación debería fomentar las transacciones y no impedir las. Por ello, debería tener presente que una sociedad no es precisamente una familia de mafiosos.

Si el lector tiene buena memoria y ha leído o visto «El Padrino», recordará que el día de la boda de Connie, Kay le pregunta a Michael a qué se dedica su padre, a lo que Michael contesta que es como cualquier persona poderosa, como un presidente o un senador. Kay responde que eso es una ingenuidad pues los senadores no matan gente. Michael esboza una sonrisa y contesta: ¿Quién es el ingenuo? Los senadores en el caso de El Padrino, así como los legisladores del mundo real, son individuos que por ostentar gran poder, pueden ocasionar grandes perjuicios a los ciudadanos.

El mundo de la mafia es duro, y por ello Tom Hagen, *Consigliere* de la Familia Corleone, dice que los hombres necesitan de un padrino. Felizmente, a diferencia del mundo de la mafia, el mundo de las sociedades y de quienes están detrás de ellas, los accionistas, no es tan duro, pues siempre existen mecanismos de defensa disponibles. En este mundo, no necesitamos que el estado funja de nuestro padrino, nos basta y sobra con un padre.

M. Miranda

³⁹ Como ya lo mencionáramos, esto se puede hacer por medio de una cláusula estatutaria o por medio de acuerdos que deberían ser informados al organismo regulador para que éste lo informe al mercado. Claro está que ello en el caso de que exista organismo regulador. La necesidad o no de un organismo regulador es un tema que se presta por sí sólo a una investigación aparte.