

Regulando el Uso de Información Privilegiada en el Perú:

Apuntes de Política Pública

Sergio Salinas Rivas¹

El que una persona se aproveche de información privilegiada a la que tiene acceso en razón del cargo que ocupa en una empresa, obteniendo así beneficios para sí o para terceros, no es una práctica del todo extraña en la dinámica del mercado de capitales. Sin embargo, el tema del abuso de la información privilegiada no deja de ser polémico y de encontrar vacíos, en lo que a su regulación se refiere.

Para aportar a una mayor comprensión de la figura del Insider Trading, el autor nos muestra los beneficios y desventajas de su prohibición. Luego, nos indica cómo se ha regulado ésta práctica en nuestro país en comparación con una legislación más severa, como la norteamericana. Por último, veremos como esta regulación se refleja en la jurisprudencia administrativa nacional que no está exenta de errores en cuanto a su correcta aplicación.

1. Introducción

Un aspecto sustantivo de la regulación del mercado de capitales es el relacionado con el tratamiento de los casos de uso indebido de información privilegiada. Si bien en otros mercados existe una intensa -e inconclusiva- discusión del tema a nivel académico, en el Perú ha merecido poco análisis, a pesar de que nuestra regulación sobre el particular, y su aplicación práctica, muestra vacíos e inconsistencias que conviene corregir.

El presente trabajo intenta aportar elementos de juicio que permitan orientar un perfeccionamiento de la legislación vigente, basándose principalmente en la literatura proveniente del análisis económico del Derecho, así como en el análisis de la legislación y jurisprudencia nacional y comparada.

En la sección 2 del trabajo se presenta el marco teórico de análisis del *insider trading*; en la sección 3 se incluye un análisis del impacto real de las reglas *anti insider trading* en la valoración de las compañías; en la sección 4 se revisa la regulación nacional aplicable; en la sección

5 se resume un análisis regulatorio comparado entre la legislación peruana y la norteamericana; en la sección 6 se revisa la jurisprudencia administrativa nacional sobre el particular y finalmente, en la sección 7 se presentan las principales conclusiones y recomendaciones de política legal que se derivan del presente estudio

2. Marco Teórico: ¿Debe Prohibirse o no el *Insider Trading*?

El *insider trading* es una transacción en el mercado de valores efectuada por una persona (*insider*) usando información privilegiada² a la que tiene acceso en razón de su cargo en una empresa, obteniendo con ello beneficios para sí o para terceros. Un ejemplo típico de *insider trading* es el caso de un funcionario de una empresa que conoce que ésta va a ser objeto en el futuro de una toma de control societario, y decide comprar acciones de dicha empresa para venderlas luego durante la OPA, obteniendo como ganancia la prima de control que usualmente se paga en este tipo de operaciones.

¿Debe o no debe prohibirse el *insider trading*? ¿Cuál es la mejor opción desde el punto de vista de política

¹ Abogado. Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Presidente del Consejo Directivo de Sunass.

² El artículo 40 de la LMV establece la definición de información privilegiada, comprendiendo cuatro tipos de información privilegiada: i) información proveniente de un emisor y referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgados al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en su liquidez, el precio o la cotización de los valores mobiliarios; ii) información reservada, a que se refiere el artículo 34 de la LMV; iii) la información que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores; iv) la información referida a las ofertas públicas de adquisición.

pública? Esta es una pregunta que ha originado un debate interesante en medios académicos y de negocios. A continuación describimos brevemente las principales tesis a favor y en contra de la regulación.

2.1. Argumentos a Favor de la Prohibición

A) Teoría de la Regla Justa

Este enfoque sostiene que debe sancionarse el *insider trading* por razones que podríamos calificar "de equidad", dado que implica un aprovechamiento "injusto" por parte de una de las partes de la transacción de una información que sabe no está disponible para la contraparte. Refiriéndose a la Regla 10 (b) 5³, la Comisión de Valores de los Estados Unidos de Norteamérica (la SEC) ha sostenido que tiene como objetivo "prevenir la inequidad inherente a una transacción en la cual una parte toma ventaja de una información confidencial que sabe no es conocida por la otra parte"⁴.

Nótese que, en esta teoría, la parte a indemnizar es la contraparte en la transacción perjudicada por el *insider trading*. El monto del resarcimiento, por lo tanto, debiera calcularse como el mayor (o menor) precio recibido por las acciones que dicha contraparte compró (o vendió) en la transacción.

Esta teoría tiene inconvenientes. Por un lado, considerar que las partes deben contratar siempre bajo condiciones equivalentes puede ser no sólo imposible en la práctica, sino la piedra angular a partir de la cual se justifiquen políticas regulatorias más intervencionistas. En efecto, las partes en cualquier transacción tienen diferentes posiciones, derivadas de sus propias características o circunstancias particulares, que pueden originar asimetrías informativas: inteligencia, educación, riqueza, experiencia y otras más ¿cuál de estas asimetrías es "justa" y cuál "injusta"? ¿cómo podemos separar unas de otras?

Por estas razones, la teoría ha sido replanteada por las cortes americanas para sostener que las partes deben tener "igual acceso a la información". Así lo expresó el Segundo Circuito de la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos de Norteamérica en el caso *Texas Gulf Sulphur* en 1968⁵: "la Regla se justifica en términos de política pública en la expectativa de que en el mercado de valores todos los inversionistas tengan relativamente el mismo acceso a información relevante (...)".

De otro lado, puede cuestionarse también la existencia de un perjuicio real para la contraparte: si, como resulta plausible, los inversionistas conocen de antemano la

existencia de esta práctica en un mercado determinado, puede esperarse que descuenten este "costo" del precio a pagar por los valores, dado que, después de todo, se trata de transacciones voluntarias ¿cuál sería la injusticia entonces?⁶. Desde esta perspectiva, el inversionista se encuentra "protegido" principalmente por la eficiencia del mercado y no tanto por sus ventajas o desventajas transaccionales particulares; por lo tanto, no sería necesaria una protección especial, vía reglas *anti insider trading*.

B) Teoría de los Mercados Informados

Esta teoría supone que la regla de prohibición del *insider trading* facilita un mayor flujo de información al mercado y permite que éste cumpla correctamente su función de valuación de activos financieros y asignación de capitales. La lógica del argumento es la siguiente: al prohibir las ganancias derivadas del *insider trading* se remueven los incentivos del *insider* para manipular estratégicamente la oportunidad de la revelación de hechos relevantes que puedan afectar la cotización de los títulos de la compañía, pues no obtendría ningún beneficio de ello (al menos legalmente); por ello, el flujo de información al mercado será mayor y más eficaz.

Debe observarse que, en esta teoría, la parte afectada no es la contraparte en una transacción, sino el mercado en general o, más propiamente, el interés público asociado a la existencia de un mercado más eficiente y confiable. En consecuencia, la titularidad de la acción correspondería a la propia autoridad del mercado de valores.

Esta teoría también presenta debilidades. Parece funcionar correctamente cuando la información que tiene el *insider* es positiva, pues su revelación aumenta el valor de la compañía y su propia reputación como gestor, reduciendo el costo de capital para la compañía. No obstante, si la información no es beneficiosa para la compañía, el *insider* más bien tendría incentivos para "retener" la información. Paradójicamente, en estos casos el *insider trading* podría servir como una vía para transmitir información al mercado: si los *insiders* venden, el precio de las acciones tendería a bajar, reflejando que la noticia es mala: bajo este escenario, una política regulatoria recomendable sería permitir el *insider trading*.

Un sólido argumento complementario a esta teoría es el siguiente: permitir el *insider trading* reduciría la eficiencia global de los mercado de capitales, pues dado que el *insider trading* tiene el efecto de redistribuir la riqueza desde los inversionistas externos (*outside investors*) hacia los ejecutivos o accionistas

3 La legislación norteamericana sobre *insider trading* está prevista en dos dispositivos de la Ley Federal de Mercados Secundarios de Valores (*Securities Exchange Act of 1934*): la Sección 16 (b), referida a transacciones de corto plazo (*short swing transactions*), y la sección 10 (b), referida a la prohibición de cualquier manipulación o fraude en las transacciones con valores. Al amparo de esta última, la SEC ha dictado en 1942 la Regla 10 (b) 5, hasta ahora vigente.

4 Ver SCOTT, Kenneth, "Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy". *Journal of Legal Studies*, 1980.

5 Caso *SEC v Texas Gulf Sulphur*, 401, F.2d. 833 (2d Cir. 1968)

6 Al respecto, debemos indicar que, si partimos de la premisa de que el mercado de capitales funciona eficientemente, al menos en su versión semifuerte, la cotización bursátil debería reflejar efectivamente la información referida a la existencia de prácticas de *insider trading* en el mercado; La versión semifuerte de la Teoría de los Mercados de Capitales Eficientes sugiere que los precios de los valores en el mercado público contiene o refleja toda la información pública disponible sobre el emisor o sobre el propio valor que pueda tener un efecto sobre el precio. Para mayor información, ver MILGROM, Paul & ROBERTS, John, "Economics, Organizations & Management", 1992, Prentice Hall, página 466 y ss.

mayoritarios, se desincentiva la participación de los primeros en el mercado de valores, reduciendo su liquidez y eficiencia⁷. Ausubel⁸ presenta un modelo de confianza de los inversionistas, que recoge la idea de que los inversionistas responden a los cambios en la percepción de si son o no "explotados" por los *insiders*⁹.

C) Teoría de la Apropiación Ilícita

"El objeto de la regla es proteger los derechos de propiedad de la compañía sobre su información interna". Así explica SCOTT esta teoría¹⁰. En el caso Cady, Roberts¹¹, un socio de una corredora de valores recibió un mensaje de un director de la empresa Curtiss – Wright indicando que el directorio acababa de aprobar una reducción de los dividendos. De inmediato, el corredor de valores colocó órdenes de venta de las acciones de Curtiss Wright en nombre de sus clientes, antes que la noticia se hiciera pública. La SEC encontró responsable al corredor y al director de violación de la Regla 10b 5, señalando que se trata de "información destinada a ser disponible únicamente para un propósito corporativo y no para el beneficio personal de persona particular alguna". La conducta sancionable se asimila, pues, a la de un robo o hurto: la información pertenece a la empresa, pero un empleado la utiliza, apropiándose, para su beneficio personal, en perjuicio de los intereses de su propio empleador.

Obsérvese que, en este caso, corresponde indemnizar a la empresa propietaria de la información. Sin embargo, ésta es, precisamente, una de las principales debilidades de esta teoría, pues indemnizar a la empresa no compensa en modo alguno el daño causado a la contraparte realmente perjudicada en la transacción. Quizás esta regla podría aplicarse excepcionalmente, en los casos en que el uso de la información privilegiada perjudique efectivamente a la empresa; por ejemplo, si conociendo políticas de inversión futuras de un fondo mutuo, el *insider* negocia por delante (práctica conocida en la jurisprudencia anglosajona como *frontrunning*) causaría un aumento del precio de los valores, reduciendo así las ganancias del fondo mutuo. Pero en la generalidad de los casos, la aplicabilidad de la teoría parece menos clara.

2.2. Argumentos en Contra de la Prohibición

A) Teoría de la Compensación

Henry Manne¹², por entonces director del *Law and Economics Center* de la Universidad de Miami, expuso una tesis radicalmente opuesta en 1966, cuando casi todos los académicos –mayormente abogados– cuestionaban fuertemente el *insider trading*: sostuvo que el *insider trading* es el motor de la innovación competitiva, fuente última del progreso económico y social, y que, por lo tanto, no sólo no debía prohibirse, sino fomentarse.

La idea central de la argumentación de Manne es que el *insider trading* es el mecanismo más apropiado para remunerar las innovaciones producidas por los empresarios o gestores de negocios: si el gestor encuentra una oportunidad de negocios rentable para la empresa, puede comprar acciones antes de la ejecución del proyecto y venderlas luego, ganando la diferencia. Esta posibilidad genera incentivos adecuados para la innovación y el desarrollo de nuevos proyectos, pues permite al "inventor"¹³ apropiarse (al menos en parte) de las ganancias generadas por su invención.

Manne explica que otras formas de compensación usuales en la práctica corporativa, asociadas a rendimientos o productividad, como bonos u opciones, si bien son útiles, no generan incentivos óptimos al gestor, pues se pactan antes del desarrollo del proyecto y, por lo tanto, antes de conocer su verdadero valor, lo que lo expone a comportamientos estratégicos oportunistas por parte de la compañía: una vez revelado el proyecto, las posibilidades de renegociación de la compensación por parte de ejecutivo son limitadas. El *insider trading* permite, por el contrario, retribuir de manera sencilla y directa al gestor por sus ideas, evitando incurrir en altos costos de renegociación de compensaciones y, además, permite "diseñar" o ajustar el paquete de remuneración del ejecutivo en función de su propio rendimiento¹⁴.

También en este caso se han planteado observaciones. Una primera radica en que este enfoque opera correctamente respecto de información valiosa para la compañía, pero no cuando se trata de información

7 Cfr. BRUDNEY, Victor, "Insiders, Outsiders, and informational advantages under the Federal Securities Laws" Harvard Law Review 322 (1979); KRAAKMAN, Reiner, "The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States" Citados por BENEY, Laura, "A Comparative empirical investigation of Agency and Market theories of Insider Trading". Harvard Program on Law and Economics, Discussion Paper No 264, 1999, página 14.

8 AUSUBEL, Lawrence, "Insider Trading as a Rational Expectations Economy"; 80 *American Economic Review* (1990). El modelo de Ausubel muestra que una regla legal *anti-insider trading* del tipo "Revela o Abstente" efectivamente conduce a mayores niveles de inversión del público inversionista

9 En la misma línea, GLOSTEN, Lawrence y HARRIS, Lawrence también muestran que el *insider trading* sí reduce la liquidez de los mercados de valores, sosteniendo que la información asimétrica en el mercado entre *insiders* y *outsiders* incrementa significativamente el costo de transar, lo que se refleja en un aumento del *bid – ask spread* (diferencia entre el precio al que los creadores de mercado están dispuestos a comprar y el precio al que están dispuestos a vender un mismo título), que, a su vez, conduce a menores niveles de liquidez en estos títulos.

10 SCOTT, Kenneth, Op. cit, página 321.

11 Cady, Roberts 40 SEC 907 (1961), en "Securities Regulation", RATNER, David, West Publishing, página 147

12 MANNE, Henry, "In Defense of Insider Trading", 44 *Harvard Business Review*, December 1966.

13 Manne compara la capacidad de innovación empresarial (*entrepreneurship*) con las invenciones, y observa que no existe un régimen legal de "recompensa" al empresario innovador equivalente al régimen de patentes que existe para las invenciones. El *insider trading*, en la visión de Manne, puede cumplir una función equivalente.

14 Ver EASTERBROOK, Frank and FISCHEL, Daniel. "The Economic Structure of Corporate Law". Harvard University Press, 1991, cap.10, página 258

negativa, caso en el cual el *insider trading* serviría únicamente como vehículo de transferencia de riqueza de un bolsillo a otro¹⁵. De otro lado, permitir el *insider trading* genera incentivos para que la administración de la corporación manipule oportunamente los negocios corporativos, a efectos de maximizar los beneficios de sus propias transacciones: BENY resume este punto indicando que “*dado que los retornos del insider trading tienen características propias de las opciones (en tanto que el ejecutivo puede simplemente no transar si el proyecto de inversión no resulta como se esperaba), los ejecutivos pueden preferir proyectos de inversión muy volátiles pero con alto retorno estimado, lo que supone un problema de riesgo moral*”. Clark¹⁶ coincide: “*el insider trading permite que los ejecutivos se beneficien de su mala gestión, y de los malos resultados de la propia empresa que dirigen, un resultado cuya utilidad social no resulta clara. Parece cuestionable que los ejecutivos reciban una compensación por una conducta como ésta*”.

CLARK también hace notar la dificultad para asociar innovaciones a esfuerzos individuales, particularmente en una compañía grande ¿cómo atribuir una innovación a una persona en particular en una compañía donde trabajan miles de trabajadores? Inversamente, ¿cómo evitar que ejecutivos o empleados que no han contribuido realmente a la innovación sean compensados?

B) Teoría de la Revelación de Información

Esta teoría señala que el *insider trading* permite que información relevante no pública sobre la compañía sea “revelada” al mercado, en la medida que las operaciones de compra o venta que realizan los *insiders* tienden a acercar el precio de la acción al precio que tendría si la información confidencial ya se hubiera divulgado, con la ventaja de que el ajuste se produce en forma gradual y no abrupta, sin “conmocionar” el mercado.

Así, por ejemplo, si una empresa farmacéutica desarrolla un nuevo producto para curar el cáncer, y el *insider* sale a comprar acciones antes de la divulgación del evento para obtener una ganancia, es probable que la cotización suba, tal como ocurriría si la buena noticia fuese divulgada efectivamente. Inversamente, si una empresa recibe una acotación tributaria significativa, y el *insider* sale a vender sus acciones antes de la divulgación correspondiente, la cotización tendería a bajar, tal como sucedería si efectivamente se divulgase la información.

Esta teoría enfrenta la misma debilidad aludida respecto a la tesis anterior: la libertad para transar

con información privilegiada puede generar incentivos perversos en el ejecutivo para manipular oportunamente la política informativa de la compañía, así como su política de inversiones.

C) Una Teoría de Costos de Transacción

Carlton and Fischel¹⁷ desarrollan un planteamiento interesante, a partir del Teorema de Coase¹⁸. Estos autores sugieren que las propias partes (accionistas y ejecutivos) pueden determinar de manera eficiente, a través de negociaciones privadas, si se autoriza o no a los *insiders* transar con información privilegiada. En otras palabras, las propias partes pueden asignar por la vía contractual los derechos de propiedad sobre la información privilegiada, dependiendo de quien la valora más: los accionistas de la empresa o los propios ejecutivos.

“ (...) la libertad para transar con información privilegiada puede generar incentivos perversos en el ejecutivo para manipular oportunamente la política informativa de la compañía, así como su política de inversiones.”

Bajo esta argumentación, si el *insider trading* produce efectos perjudiciales sobre el bienestar agregado de las partes, es de esperarse que la solución privada sea la de prohibir esta actividad. En consecuencia, no sería necesaria la prohibición legal. Por el contrario, si el efecto neto es positivo, es probable que las empresas y los ejecutivos se pongan de acuerdo para incluir en sus contratos algunas reglas respecto del uso de la información privilegiada y sus condiciones¹⁹. Obviamente, esta argumentación supone que los costos de transacción asociados tanto para la negociación como para la supervisión del contrato son triviales.

Como nos recuerdan Easterbrook y Fischel²⁰, desde hace muchos años existe la práctica corporativa de regular el uso de información privilegiada a través de contratos privados en el caso de asesores legales, banqueros de inversión, auditores, etc. Estas personas usualmente acuerdan con la empresa no usar en modo alguno la información privilegiada a la que tienen acceso en función de sus actividades. Estos

15 El *insider* podría trasladar las pérdidas de un proyecto a los accionistas a través de la venta de sus acciones antes de la divulgación de la información.

16 CLARK, Robert. “Corporate Law”, Little, Brown & Company, 1986, página 277

17 CARLTON, Dennis, and FISCHEL, Daniel. “The Regulation of Insider Trading”. 35 Stanford Law Review 857

18 El Teorema de Coase sostiene, básicamente, que si los costos de transacción son nulos, las partes decidirán a través de negociaciones privadas la asignación de los recursos a sus usos más eficientes, sin importar a quién asigne la ley la titularidad sobre éste.

19 Aquellas empresas que no respondan en función a estos criterios se encontrarían en una situación de desventaja frente a aquellas que sí lo regulan, razón por la cual es de esperar que la asignación privada de derechos de propiedad sobre la información privilegiada sea eficiente.

20 EASTERBROOK, Frank and FISCHEL, Daniel. Op.cit., cap.10, página 259

arreglos privados parecen ser la mejor evidencia de que es perfectamente posible asignar los derechos de propiedad sobre la información privilegiada por la vía contractual ¿porqué, entonces, no se podría hacer lo mismo con los ejecutivos?

Easterbrook y Fischel también esbozan algunos argumentos que podrían explicar porqué las empresas estarían interesadas en permitir el *insider trading*. Por un lado, sostienen que permitir el uso de información privilegiada por los ejecutivos permite a la empresa contar con un mecanismo útil para comunicar información al mercado, sin necesidad de intervenir directamente ni de efectuar una revelación completa de la misma. De otro lado, como señalaba Manne, permitir a los ejecutivos transar con la información privilegiada les induce o incentiva a maximizar el valor de la firma para beneficio de los accionistas y del suyo propio.

Dos observaciones pueden formularse a esta tesis. Por un lado, las partes en una transacción con información privilegiada pueden no ser las mismas que en la negociación privada que sugiere el análisis de Carlton y Fischel. En efecto, en los casos de *insider trading* es el accionista (o el titular de los valores emitidos por la empresa) quien asume el perjuicio económico, mientras que la negociación privada opera entre la empresa y el ejecutivo. Existe abundante literatura sobre costos de agencia que demuestra que los intereses de la empresa (o de sus directivos, mejor dicho) no necesariamente reflejan adecuadamente los intereses de los accionistas²¹.

De otro lado, no está claro que los costos de supervisión de un contrato privado de uso de información privilegiada sean realmente bajos, como suponen Easterbrook y Fischel. No parece imposible burlar sus alcances mediante, por ejemplo, la utilización de terceras personas o de empresas con capital social al portador que ciertas legislaciones permiten²². Mas bien, esta debilidad del sistema de regulación del uso de información privilegiada podría justificar la regulación pública: el Estado puede compensar esta baja probabilidad de detección con una sanción

muy alta (incluso penal), lo que al final del día puede producir un efecto disuasivo equivalente²³

3. El Impacto Económico de la Regulación *Anti Insider Trading*: ¿Cómo Valoran en la Realidad los Accionistas las Reglas *Anti-Insider Trading*?

Beny²⁴ desarrolla un interesante trabajo que intenta evaluar el impacto real de las reglas sobre uso de información privilegiada en el funcionamiento de los mercados de valores.

Beny intenta medir cómo valoran los accionistas la legislación sobre *insider trading*, para lo cual desarrolla un modelo de agencia que relaciona el *insider trading* y la valuación corporativa. En el modelo²⁵, el valor de la firma depende negativamente del nivel de *insider trading* (pues el *insider* "extrae" valor de los accionistas) y positivamente de la participación accionarial del *insider* (pues el *insider* asume una mayor parte de la reducción del valor de la empresa). A su vez, el costo del *insider trading* depende positivamente del número de transacciones con información privilegiada que realice el *insider*, y negativamente del nivel de severidad de la legislación *anti insider trading*²⁶.

A partir de dicho modelo Beny formula tres hipótesis de trabajo, que contrasta en un análisis econométrico, con data proveniente de diferentes grupos de países²⁷. Dos de ellas son útiles en este trabajo:

Hipótesis 1: Reglas antiinsider trading más severas aumentan el valor de la firma, pues reducen los incentivos de los ejecutivos para desviar valor a través del *insider trading*

Hipótesis 2: El valor de la firma aumenta cuando aumenta la participación accionarial del ejecutivo, dado que tiene menos incentivos a desviar valor a través del *insider trading*

El resultado del estudio de Beny muestra que existe una relación positiva entre reglas *anti-insider trading* y la valuación de la compañía en el caso de empresas con accionariado difundido. Esta evidencia parece respaldar las tesis que sugieren que las reglas *anti*

21 Para mayor información sobre la teoría de costos de agencia, ver JENSEN, Michael, & MECKLING, William, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure". 3 *Journal of Financial Economics* 305, 1976.

22 Panamá, por ejemplo.

23 La sanción que toma en cuenta el potencial delincuente para decidir si comete o no un delito es:

$$S = M * p$$

donde M es la multa (o pena) a imponer, y p es la probabilidad de detección. Para mantener S constante puede compensarse una caída en p con un incremento apropiado en M. Ver Becker, Gary. *Crime and Punishment*.

24 Beny, Laura. "Do Shareholders Value Insider Trading Laws? International Evidence". Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No. 345, 2001.

25 La ecuación básica del modelo es la siguiente: $V = (1 - a) (S - c (t, L))$ donde:

V es el valor de la firma

a es la fracción del accionariado de es de propiedad del insider

S es el nivel de ventas de la empresa (o algún otro indicador alternativo del rendimiento de las inversiones)

c es el efecto del *insider trading*

t es el número de transacciones que realiza el insider

L es el nivel de severidad de las reglas anti *insider trading*

26 Beny elabora una variable que mide la "fuerza relativa" de la legislación *anti insider trading* de cada país. Beny divide la regla *anti insider trading* en 5 atributos y luego asigna puntajes a cada legislación (por país) en función de la presencia o no de estos atributos, siendo 0 la legislación *anti insider trading* "menos severa" y 5 la legislación "más severa". Estos 5 atributos son: i) si restricciones alcanzan o no a los *tippees* ii) si el ejecutivo es responsable por transmitir la información privilegiada a un *tippee* iii) si la transacción está criminalizada iv) si existe derecho del afectado a reclamar compensaciones y v) magnitud de los daños legalmente compensables.

27 Los países incluidos en la data de Beny son: Australia, Canadá, Hong Kong, India, Irlanda, Malasia, Singapur Sudáfrica, Tailandia, Reino Unido, USA, Bélgica, Brasil, Grecia, Indonesia, Italia, México, Holanda, Filipinas y Portugal.

insider trading constituyen mecanismos importantes para reducir el problema de agencia en firmas cuyo control está separado de la propiedad. El resultado es también consistente con las teorías de agencia que sugieren que el *insider trading* transfiere riqueza de los inversionistas externos hacia los ejecutivos de las grandes corporaciones²⁸.

Sin embargo, el resultado del estudio de Beny no es concluyente en el caso de las empresas que cuentan con un accionista controlador, escenario más cercano a nuestra realidad empresarial: reglas más exigentes *anti insider trading* están asociadas a una menor valoración de las empresas. Esta evidencia apoyaría la teoría de Demsetz²⁹ que sostiene que el *insider trading* permite a los accionistas de control "recompensarse" por la labor de monitoreo que realizan sobre la gestión corporativa en beneficio de todos los accionistas. Reglas *anti insider trading* más exigentes reducirían la "compensación" que reciben estos accionistas mayoritarios y, por lo tanto, reducirían sus esfuerzos de monitoreo y, por lo tanto, la eficiencia del gobierno corporativo de las empresas y su valor.

Este resultado en las compañías con accionista controlador también podría explicarse –según Beny– por el hecho de que el *insider trading* en este tipo de compañías es menos común, dado el menor grado de liquidez de sus acciones. En esta misma línea, Maug³⁰ explica que las reglas *anti insider trading* son más "útiles" cuando el mercado de valores es suficientemente líquido para permitir la realización de este tipo de prácticas.

El estudio de Beny arroja otros datos interesantes. Los países con legislaciones *anti insider trading* más fuertes muestran, en promedio, menor grado de concentración de la propiedad accionarial³¹. Este resultado es consistente con las teorías de agencia, pues una legislación *anti insider trading* más exigente parece incentivar una mayor participación de accionistas externos o minoritarios, y también con las tesis de Demsetz, en el sentido que los accionistas de control prefieren percibir parte de sus compensaciones por la vía del *insider trading*, por lo que prefieren legislaciones *anti insider trading* más débiles.

De otro lado, los estudios también confirman un aspecto muy importante para el diseño de políticas regulatorias: legislaciones *anti insider trading* se encuentran asociadas a una mayor liquidez del mercado, medido a través del "*market turnover ratio*"³². Este resultado es consistente con la teoría de agencia que supone que los ejecutivos "expropián" beneficios

a los accionistas externos –aprovechando problemas de asimetría informativa– quienes responden dejando de transar, reduciendo la profundidad y eficiencia del mercado.

4. Análisis de la Regulación *Anti Insider Trading* Peruana

4.1. Breve Descripción

La legislación peruana sí sanciona el *insider trading*. Las disposiciones sobre la materia están contenidas en los artículos 41, 42 y 43 de la Ley del Mercado de Valores (LMV). Estas normas señalan que los principales ejecutivos, directores y asesores de la compañía están obligados a no usar en beneficio propio o de terceros la información privilegiada a la cual tengan acceso, y a no revelar dicha información hasta que sea divulgada al mercado. La prohibición se aplica a las empresas cuyas acciones se cotizan en el mercado de valores, aunque existen normas específicas en la Ley General de Sociedades sobre deberes de reserva que son aplicables a todas las sociedades peruanas³³.

Las reglas *anti insider trading* no son aplicables directamente a los terceros allegados o *tippees*. Si bien el artículo 43 de la LMV señala que el *insider* "está obligado a velar porque sus subordinados acaten las prohibiciones" antes indicadas, debe anotarse que la norma se refiere únicamente a los subordinados del *insider*, no a terceros allegados. La norma tampoco señala expresamente la responsabilidad del subordinado. De igual modo, la disposición contenida en el inciso c) del referido artículo 43, que señala que el *insider* "no puede valerse, directa o indirectamente, para beneficio propio o de terceros, de información privilegiada" impone un deber sobre el propio *insider*, mas no sobre los terceros propiamente. De hecho, no existe ningún artículo que señale claramente la responsabilidad del tercero en los casos de *insider trading*. Dado que conforme a nuestro ordenamiento jurídico, no existe infracción si no está previamente tipificada³⁴, no se podría sancionar a los terceros allegados en caso de uso indebido de información privilegiada. Cabe agregar que la norma tampoco es clara respecto a terceros que obtengan la información privilegiada de manera fraudulenta, pero sin que medie la participación de un *insider*.

La legislación bursátil peruana no contempla el resarcimiento a la parte perjudicada en las transacciones con el *insider*: de acuerdo a lo establecido en el último párrafo del artículo 43, concordante con lo dispuesto en el artículo 44, las ganancias obtenidas por el *insider* mediante el uso indebido de información privilegiada

28 Manove sostiene que los ejecutivos "con información privilegiada están en condiciones de apropiarse de parte de los retornos a inversiones de la compañía, a expensas de los demás accionistas". Manove, M. "The Harm from Insider Trading and Informed Speculation", *Quarterly Journal of Economics* 104, 1989. En Beny, op cit.

29 Demsetz, Harold "Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return" 76 *American Econ. Rev.* 1986, citado por Beny, op. cit

30 Maug, E, *Insider Trading Legislation and Corporate Governance*, Humboldt University Department of Business and Economics Working Paper, En Beny, op. cit

31 En particular, el estudio muestra que los países que siguen la tradición jurídica del *common law* son los que tienen menor grado de concentración o, lo que es lo mismo, muestran un mayor accionariado difundido.

32 *Ratio* entre el valor total transado en el mercado y el valor de la capitalización promedio del mercado en un periodo de tiempo determinado.

33 Ver artículos 171 y 180 de la Ley General de Sociedades.

34 Ver artículo 230, incisos 1 y 4 de la Ley General del Procedimiento Administrativo General.

deben ser devueltas a la empresa emisora de los valores o al patrimonio respectivo (en el caso de fondos mutuos o de inversión). Para obtener una reparación, las contrapartes perjudicadas deben interponer una demanda judicial, en un proceso bastante largo y de resultados impredecibles.

“(...) el legislador peruano ha adherido a la teoría de la apropiación ilícita en materia de regulación *anti insider trading*. De ahí que la norma contemple que la devolución de las ganancias debe efectuarse al emisor o al patrimonio del fondo respectivo.”

Conforme al artículo 44 de la LMV, el monto de la devolución a efectuar por el *insider*, en caso de violación a las normas *anti insider trading*, se limita al valor de los beneficios que hayan obtenido de su aprovechamiento indebido. No se extiende a la totalidad de los perjuicios que puedan generarse al mercado o a otros agentes que, sin haber transado directamente con el *insider*, hayan sido perjudicados por la distorsión informativa generada.

La ley peruana contempla también la criminalización del *insider trading*. Así, el artículo 251-A del Código Penal sanciona con pena privativa de la libertad de entre uno a cinco años a quien 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. La pena aumenta a entre 5 y 7 años si el delito es cometido por funcionarios de una Bolsa de Valores, agentes de intermediación y otros participantes del mercado de valores.

4.2. ¿A qué Teoría Adhiere Nuestra Legislación?

De los artículos revisados se desprende que el legislador peruano ha adherido a la teoría de la apropiación ilícita en materia de regulación *anti insider trading*. De ahí que la norma contemple que la devolución de las ganancias debe efectuarse al emisor o al patrimonio del fondo respectivo. Recordemos que, bajo este enfoque, la información sobre hechos relacionados a la empresa es de propiedad de la empresa, y el *insider* debe utilizarla únicamente para fines corporativos y no para beneficio personal.

A continuación pasamos a revisar en más detalle las principales características de la regulación *anti insider trading* en el Perú.

4.3. El Régimen de Presunciones Vigente

La LMV establece 3 tipos de presunciones de acceso a información privilegiada: i) presunción *juris tantum* de acceso a información privilegiada aplicable a ciertos funcionarios del emisor o del fondo de inversiones ii) presunción *juris tantum calificada* de acceso a información privilegiada, aplicable a asesores externos, en la medida que puedan tener acceso al hecho objeto de la información iii) presunción de pleno derecho que ciertos funcionarios han usado información privilegiada en sus transacciones.

A) Presunción Juris Tantum de Acceso a la Información Privilegiada.-

El artículo 41 de la LMV establece la presunción, salvo prueba en contrario, que ciertos funcionarios de la compañía³⁵ poseen información privilegiada. La presunción descansa en el cargo mismo que tienen estos funcionarios: directores, accionistas con participación significativa, plana ejecutiva, etc., pues se entiende que estos cargos o posiciones dentro de la compañía le permiten conocer de primera fuente y antes de su divulgación, información relevante sobre la marcha de los negocios sociales.

Así, si estas personas realizan transacciones con valores de la compañía y obtienen beneficios, opera la presunción y el regulador debe asumir que estas ganancias han obedecido a la información privilegiada a la que tienen acceso. En consecuencia, la carga de la prueba para demostrar lo contrario corresponde a los involucrados.

Es de notar que la presunción señalada se refiere al acceso a información privilegiada y no a su uso. En tal sentido, una interpretación literal de la norma podría sugerir que el regulador debe demostrar que el *insider* usó efectivamente la información. Sin embargo, debe advertirse que bajo esta postura la presunción legal no tendría eficacia ni objeto alguno, pues la infracción consiste en el uso indebido de la información y no en acceder a ella.

B) Presunción Juris Tantum Calificada de Acceso a Información Privilegiada.-

El artículo 42 de la LMV establece que, salvo prueba en contrario, se presume que las personas que en él se indican³⁶ tienen información privilegiada, **en la medida** que puedan tener acceso al hecho que constituye la información. La presunción se basa en el hecho que se trata de personas que por razones de los servicios profesionales que prestan a la compañía, pueden tener acceso a determinada información privilegiada. Pero la presunción no opera automáticamente, como es usual en un régimen de presunciones –de ahí que la denominemos calificada–, sino que el regulador debe demostrar previamente que ha habido un servicio prestado a la compañía y que ello le ha permitido razonablemente tener acceso al hecho materia de la información.

35 Ver artículo 41 de la LMV.

36 El artículo 42 de la LMV enumera, *numerus clausus*, las personas sujetas a esta presunción.

C) Presunción Objetiva.— El artículo 44 de la LMV señala que toda ganancia proveniente de la compra y venta de valores, o viceversa, realizada por ciertos funcionarios del emisor o del fondo³⁷, dentro de un periodo de 3 meses, deberá ser íntegramente devuelta al emisor o al patrimonio respectivo. La regla es objetiva, en la medida que basta comprobar la realización concreta de las transacciones inversas mencionadas en el lapso de tiempo previsto en la norma para que se genere la obligación legal de devolver las ganancias obtenidas. Esta presunción no admite prueba en contrario.

Se puede discutir si se trata realmente de una presunción de uso indebido de información privilegiada o no, considerando que la última oración del artículo señala que la obligación de devolver las ganancias es independiente del uso indebido de información privilegiada³⁸. Si bien un análisis formal podría sustentar dicha posición, en la medida que la calificación de una acción como infracción requiere su previa tipificación como tal, desde un punto de vista de política pública esta argumentación es poco consistente ¿cuál sería la razón para obligar a una persona a devolver las ganancias obtenidas de sus operaciones, si no se considera que han sido obtenidas de manera irregular?. En nuestra opinión, subyace a esta posición legal la presunción objetiva y de pleno derecho de que las ganancias obtenidas por dichos funcionarios obedecen al uso de información privilegiada. Por tal razón, se sanciona estas operaciones con la devolución de las ganancias obtenidas.

Clark -refiriéndose a la legislación federal norteamericana³⁹- comparte nuestro punto de vista, cuando explica que la adopción de una regla objetiva de este tipo está destinada a obviar al regulador el engorroso y complicado esfuerzo de probanza⁴⁰. Es decir, a criterio de Clark, el legislador norteamericano ha planteado esta norma como una presunción *iure et de iure* de que el *insider* ha utilizado indebidamente información privilegiada.

En suma, si bien el artículo 44 tiene una redacción a juicio nuestro imprecisa, la *ratio legis* de la norma es, precisamente, descargar de la obligación de probanza a los reguladores de operaciones que por su naturaleza son muy difíciles de probar. Es decir, establecer una presunción objetiva.

D) ¿Cómo desvirtuar la presunción? La Regla de Revelar o Abstenerse.— Bajo el régimen de presunciones descrito ¿cómo puede un *insider* eludir las reglas *anti insider trading*?. Obviamente, si se demuestra que

personas comprendidas dentro de los alcances de las presunciones descritas han realizado transacciones en el mercado de valores con títulos de las compañías a las cuales están relacionadas y han obtenido ganancias, estas personas enfrentarán un *standard* muy elevado para desvirtuar las presunciones.

En efecto, desvirtuar la presunción supone demostrar un hecho negativo: es decir, que no se tuvo acceso –o que no se utilizó– a información privilegiada⁴¹. Una probanza de este tipo resulta muy difícil, si no imposible: toda vez que el único que puede saber a ciencia cierta si conocía o no la información privilegiada es el propio *insider*, cualquier medio probatorio sería meramente circunstancial (ausencia del país, inasistencia a las sesiones de directorio en las que se discutió el tema, etc). ¿Entonces, cuál es la conducta que debe guardar el ejecutivo para estar protegido frente a las eventuales responsabilidades derivadas de estas reglas?.

Aparentemente, el único “puerto seguro” al alcance de los *insiders* es, simplemente, abstenerse de transar o revelar la información. Los ejecutivos en posesión de información privilegiada deben optar por una de dos alternativas: i) revelar la información antes de transar (y luego hacerlo, si así lo desean), o; ii) abstenerse de realizar la transacción hasta que la información sea pública⁴². Obviamente, la revelación previa de la información supone la pérdida de la “ventaja” informativa que es, precisamente, la fuente de la ganancia del *insider*.

4.4. El Tratamiento de los Terceros Allegados

Como hemos visto, las reglas *anti insider trading* en el Perú no alcanzan a los terceros allegados. La norma únicamente señala que los *insiders* no podrán revelar a terceros la información privilegiada, o no podrán valerse de ellos para obtener una ventaja indebida de dicha información. Nótese que, en ambos casos, la obligación es de cargo del *insider* y no del tercero.

Pero, ¿y qué pasa si un tercero recibe la información privilegiada y transa por su cuenta, obteniendo beneficios para sí?. En esta caso hipotético, el *insider* que confió la información al tercero habría cometido una infracción conforme al inciso a) del artículo 43 de la LMV, y tendría que responder ante el emisor o el fondo⁴³. Sin embargo, la norma no contempla una acción directa contra el tercero que se benefició de la operación. Tampoco sería aplicable la obligación de devolución de beneficios contemplada en el último párrafo del citado artículo, pues éstos han sido obtenidos por el tercero y no por el *insider*.

37 Se refiere a los indicados en los artículos 41 y 42 de la LMV antes mencionados.

38 Ver artículo 44, *in fine*, de la LMV.

39 Clark, Robert, *Corporate Law*, Little Brown and Company, página 295.

40 Clark afirma lo siguiente: “... El Congreso simplemente quiso establecer una norma que fuera muy simple de administrar (...) mediante la eliminación de la necesidad de probar la configuración de elementos de conducta indebida que son costosos o muy difíciles de probar” Clark op cit, página 295.

41 Una línea de argumentación complementaria puede consistir en demostrar que existían razones justificadas para realizar las transacciones que generaron las ganancias, independientemente de la información privilegiada.

42 Esta regla (*Disclose or Abstain*) fue desarrollada por la SEC en el caso *Cady Roberts & Co.* 40, SEC 907 (1961) y amparada por la jurisprudencia norteamericana en el caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur*. Ver Clark, op. Cit. Página 320. También ver *SEC vs Texas Gulf Sulphur*, 401 F2d 833 (2d Circuit 1968), en “*Securities Regulation*”, RATNER, David, West Publishing, página 147.

43 Podría sostenerse, asimismo, que el caso del tercero que recibe la información de un *insider* es comparable a la de un reduccionista de mercadería robada.

La jurisprudencia norteamericana ha sido errática sobre este particular. En el caso *Chiarella vs United States*⁴⁴, un funcionario de la imprenta Pandick Press, el señor Chiarella, estuvo encargado de elaborar los documentos informativos de 5 operaciones de tomas de control societario a lo largo de un periodo de 14 meses. Aunque las empresas adquirentes tuvieron el cuidado de no indicar el nombre de las empresas objetivo, el señor Chiarella pudo deducir de cuáles se trataba a partir de otros datos proporcionados, y compró acciones de las compañías objetivo antes de la toma de control para luego venderlas durante la operación, ganando en total alrededor de US\$30,000.

La SEC obligó a Chiarella a devolver las ganancias obtenidas, declarando que había violado la sección 10 b de la *Securities Exchange Act* de 1934. Sin embargo, la Corte Suprema de los Estados Unidos de Norteamérica⁴⁵, en decisión dividida, revirtió el fallo, considerando lo siguiente: i) Chiarella no estaba obligado a abstenerse de utilizar la información o a divulgarla previamente, pues no tiene ninguna relación fiduciaria⁴⁶ con las empresas que encargaron los documentos; ii) La obligación de abstenerse de transar o divulgar la información sólo puede originarse cuando existe una relación contractual o legal de naturaleza fiduciaria; en ausencia de ello, cualquier persona puede utilizar la información privilegiada a la cual tenga acceso.

Esta doctrina ha sido cuestionada en otros casos⁴⁷, pues abre la puerta para que terceros no ejecutivos (asesores legales, banqueros, analistas bursátiles⁴⁸, etc) que no

tienen la misma obligación fiduciaria hacia la empresa, pero que pueden tener acceso a información relevante sobre sus planes, hagan uso indebido de ella. Quizá por esta razón, la práctica corporativa va a contrapelo de esta tesis: precisamente estos terceros son usualmente requeridos a firmar convenios de confidencialidad antes de acceder a información relevante de la empresa. Es decir, se establece por contrato las prohibiciones que precisamente esta posición jurisprudencial excluye.

Vale la pena diferenciar los casos de terceros que obtienen información material mediante esfuerzos de investigación propia (por ejemplo, mediante evaluación de ciclos de mercado, probable impacto de cambios macroeconómicos en la marcha de negocios de una empresa, etc). El mercado usualmente premia a quien invierte en obtener información; la ley no debe castigarlo. En tal sentido, si un tercero llega a conocer o deducir información relevante para la marcha de los negocios sociales por medios lícitos no debe sancionarse en modo alguno su aprovechamiento económico. Por el contrario, debe alentarse, pues ello permite un funcionamiento más eficiente del sistema de precios del mercado de valores.

4.5. El Tratamiento de la Información Obtenida por Terceros Indebidamente

Otro aspecto importante de la legislación *anti insider trading* tiene que ver con el tratamiento de los casos de terceros que utilizan información privilegiada obtenida de manera casual, ilegal o mediante fraude, sin

44 *Chiarella v. United States* (445 US 222 (1980)). En COX, HILLMAN, LANGEVOORT, "Securities Regulation: Cases and Materials", Little, Brown and Company, 1991, página 830 y ss.

45 Easterbrook and Fischel, op cit, página 269.

46 Para una mayor discusión sobre deberes fiduciarios ver: Clark Robert, op.cit, y KLEIN, William and COFFEE, John. "Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles" Fifth Edition, Foundation Press.

47 Por ejemplo, en el caso *Dirks vs. SEC*, el señor Raymond Dirks, analista de una firma corredora de valores de Nueva York, recibió información material no pública del señor Ronald Secrist, un ex empleado de la compañía de seguros Equity Funding con el cual no tenía conexión alguna, que indicaba que esta compañía había inflado fraudulentamente sus activos, mostrando así mejores resultados a los reales. Dirks pasó esta información a sus clientes, quienes vendieron sus tenencias en Equity Funding antes de hacerse público el fraude, evitando así incurrir en cuantiosas pérdidas, y posteriormente informó de estos hechos al *Wall Street Journal* de Los Angeles. La SEC concluyó Dirks violó la sección 10 b de la *Securities Exchange Act* de 1934, y la Regla 10b - 5, al comunicar a sus clientes el fraude antes de denunciar el hecho. La SEC sostuvo que, sin tomar en cuenta su motivación, cuando terceros toman conocimiento de información que saben es confidencial y proviene de un insider deben revelarla o abstenerse de transar.

En este caso, la SEC consideró que este deber se extiende incluso a terceros sin relación alguna con la empresa, ni directa ni indirectamente. Sin embargo, esta posición fue revertida por la Corte Suprema, que si bien admitió la existencia de este deber de los terceros, estableció que previamente debe existir el mismo deber del *insider* que le dio la información. Es decir, se trata de una obligación derivativa. 463 U.S. 646 (1983), en COX, HILLMAN, LANGEVOORT, "Securities Regulation: Cases and Materials", Little, Brown and Company, 1991, página 837 y ss.

48 Otro caso que merece comentario en relación al tratamiento legal de los terceros es *Carpenter vs United States*. En este caso, Kenneth Felis y Foster Winans fueron acusados, entre otros cargos, de violación de la regla 10b-5 por comerciar con información privilegiada. Foster Winans era reportero del *Wall Street Journal* desde marzo de 1981 y columnista de "Heard on the Street". Su columna era una de las más influyentes del periódico. David Carpenter se desempeñó como nuevo asistente en el diario entre diciembre de 1981 y mayo de 1983. Kenneth Felis, era un corredor de bolsa de la agencia corredora Kidder Peabody. Tanto Winans como Carpenter sabían que la política de la compañía (*Wall Street Journal*) consideraba que todo material de noticia obtenido por los empleados durante el curso de su empleo debía ser tratado como información secreta y confidencial.

No obstante, Winans acordó proporcionar a dos corredores de bolsa (Brant y Felis) información relacionada a negociaciones o cotizaciones bursátiles que obtuviera para la redacción de su columna en el "Heard on the Street". Guiados por esta información los dos agentes de bolsa comprarían y/o venderían valores de manera sustancial. Carpenter sirvió principalmente como un mensajero entre los involucrados. Winans informaba a Brant del tema de un artículo el día anterior a la fecha prevista para su publicación.

Las operaciones de compra-venta de valores fueron hechas bajo los nombres de Felis, Carpenter, Winans, Brant, Clark y Stephen Spratt. Los beneficios obtenidos por los corredores, calculado en 690,000 dólares, no afectaron la veracidad o la calidad de las columnas de Winans. De hecho, mantener la objetividad periodística de la columna era conveniente para los objetivos de los involucrados, pues en cierto modo dependían del impacto de las columnas en el mercado.

En noviembre de 1983, el Departamento de Cumplimiento Regulatorio de Kidder Peabody notó una correlación entre artículos de "Heard" y las operaciones realizadas por Felis y Brant, por lo que decidieron realizar algunas investigaciones adicionales, descubriendo las irregularidades cometidas. La compañía Kidder Peabody pone estos hechos en conocimiento de la autoridad de valores. La División de Información Privilegiada correspondiente decide formular cargos contra los señores Winans, Carpenter, Felis, Brant, The Wall Street Journal y Kidder Peabody, indicando que se ha producido un uso indebido de información privilegiada que ha afectado el mercado y a los inversionistas. Sostiene que en el caso de WSJ y Kidder Peabody hay responsabilidad vicaria porque debieron tomar todas las medidas necesarias para evitar que esta situación se produjera. En este caso la Corte Suprema falló encontrándolos culpables por comerciar con información privilegiada que era propiedad del periódico, y liberó al propio periódico. Ver COX, HILLMAN, LANGEVOORT, Op.cit. página 848 y ss.

participación voluntaria de un *insider* ¿se encuentran o no sancionados?⁴⁹.

Un primer ejemplo podría ser el caso de un funcionario del área de valores de la compañía, que casualmente descubre información confidencial sobre una posible contingencia tributaria significativa, y decide utilizarla en su beneficio. De acuerdo al artículo 43 de la LMV, las personas allí indicadas que posean información privilegiada están obligadas a velar porque sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas. En consecuencia, podría sostenerse que el jefe directo de este funcionario podría ser responsable por los perjuicios generados, en la medida que no haya tomado las previsiones apropiadas para evitar esta situación⁵⁰. Nótese que el funcionario directamente beneficiado no sería responsable conforme a estas normas.

Pongamos un segundo ejemplo. Supongamos ahora que el funcionario de la compañía pertenece al área de limpieza; en este caso su jefe directo no estaría incluido dentro de los *insiders* a que se refiere el artículo 41 de la LMV, por lo que no le sería de aplicación el mencionado artículo 43. Es decir, en este caso no serían responsables ni el tercero ni el jefe. ¿Cambiaría la situación si el funcionario pertenece a una compañía de servicios de limpieza que brinda servicios a la compañía? La respuesta sería no, pues la presunción de acceso a información privilegiada a que se refiere el inciso h) del artículo 43 sólo alcanza a servicios de asesoría vinculada a la toma de decisiones de gestión. Es decir, este caso tampoco estaría cubierto por las normas *anti insider trading* actualmente vigentes.

Pasemos a un tercer caso. Nuestro funcionario del área de valores de la compañía ahora intencionalmente averigua a través de actos indebidos (como por ejemplo, violación de correspondencia confidencial) la información privilegiada. En tal caso, la responsabilidad del jefe no varía en absoluto de lo expuesto líneas atrás. Asimismo, sólo podría imputarse responsabilidad al funcionario en la medida que sus acciones califiquen como faltas bajo otros cuerpos legales (deberes laborales o legislación penal, por ejemplo), pero sus acciones no estarían sancionadas bajo las normas *anti insider trading*.

Lo expuesto nos permite concluir que las reglas *anti insider trading* actualmente vigentes no se aplican a los terceros que obtienen información privilegiada a través de medios indebidos o fraudulentos

4.6. Las Ganancias de Corto Plazo

Como hemos visto, el artículo 44 de la LMV establece que los principales ejecutivos de las compañías y fondos

mutuos o de inversión deben devolver a la compañía o al fondo, según corresponda, cualquier ganancia que obtengan de la compra y venta, o de la venta y compra, en un periodo de 3 meses, de valores emitidos por la compañía. Este artículo consagra la presunción objetiva que mencionamos en otra sección de este artículo, a la cual nos remitimos para su discusión.

Vale la pena agregar en esta sección que este tipo de normas presenta algunas limitaciones. Una de las más obvias es que resulta relativamente sencillo burlar su aplicación calculando adecuadamente las fechas de las respectivas transacciones. Al respecto, debe observarse que el relativamente corto plazo fijado en la ley, si bien arbitrario, puede explicarse en la medida que el valor de la información privilegiada usualmente aumenta mientras más próximo es el evento, en tanto se reduce su grado de incertidumbre.

También debe señalarse que, dado que las normas que establecen restricciones no pueden aplicarse por analogía⁵¹ sino que deben interpretarse restrictivamente, sería relativamente sencillo burlar esta norma realizando las transacciones a través de terceros allegados no sujetos a la norma.

4.7. El Tratamiento del Resarcimiento de las Contrapartes

La ley peruana prevé la devolución de ganancias al emisor o al fondo respecto al cual se tiene información privilegiada, pero no contempla una reparación a la contraparte en la transacción con el *insider* que ha sufrido el perjuicio económico. Esta es, probablemente, una de las grandes desventajas del régimen actual vigente.

Cabe precisar que la obligación de restitución no constituye propiamente una sanción, sino un resarcimiento a la compañía por la conducta indebida del ejecutivo⁵².

A continuación presentamos un cuadro que resume las alternativas de política regulatoria en esta materia⁵³.

5. Insider Trading Distribución de Ganancias y Reparaciones según Remedios Legales

Supongamos el siguiente evento: una compañía X descubre un campo de petróleo, hecho que genera un incremento de la cotización de su acción de US\$50 a US\$80. Poco antes de la revelación, su Presidente compra una gran cantidad de acciones a 50 dólares, que vende inmediatamente después de la revelación de la información, a US 80 dólares por acción.

49 El caso de información obtenida de manera ilegal ha sido desarrollado en la Directiva 2003/6/CE de la Comunidad Económica Europea, de enero de 2003.

50 Debe observarse que, por su naturaleza, se trata de una obligación de medios y no de resultados; por lo tanto, sólo podría responsabilizarse al jefe si actuó con negligencia.

51 Ver Código Civil, artículo IV del Título Preliminar.

52 La sanción administrativa está contemplada en el artículo 12, numeral 2, literal d) del Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores.

53 El cuadro ha sido adaptado de Clark, op. Cit. página 287.

En el cuadro, A, B y C son los accionistas a partes iguales de la compañía al momento del descubrimiento del campo petrolífero. D es un inversionista inocente que adquirió acciones antes que fuera revelada la información. E y F adquirieron las acciones de la compañía luego de haber sido revelada la información. I es el *insider* Presidente de la compañía.

Ganancias del Insider Trading

	Situación "Ideal" (con revelación inmediata de información)	No hay reglas <i>anti insider trading</i>	Reparación a la Compañía	Reparación a las Contrapartes
A	\$30	0	0	30
B	30	0	0	0
C	30	30	40	30
I	0	30	0	0
D	0	30	0	30
E	0	0	10	0
F	0	0	10	0

Supongamos que fue A quien le vendió sus acciones a I; que B le vendió sus acciones a D, y que C se mantuvo como accionista durante todo el tiempo.

En la columna 2 se muestra el resultado si se hubiera revelado inmediatamente la información. A, B y C como accionistas de la compañía al momento del descubrimiento hubieran obtenido cada uno ganancia de US\$30 dólares. El *insider*, así como el resto de accionistas no hubieran obtenido ninguna ganancia, pues habría realizado sus transacciones en forma posterior.

Comparemos ahora los resultados bajo tres escenarios alternativos de reglas legales: i) no existen reglas *anti insider trading*; ii) reglas obligan a la devolución de ganancias a la compañía, iii) reglas obligan a la devolución de ganancias a las contrapartes.

La columna 3 nos muestra los resultados si no existieran reglas *anti insider trading*. A y B no obtendrían ganancia alguna, pues habrían vendido antes de conocer la información, mientras que C, I y D habrían obtenido cada uno una ganancia de 30 dólares

La columna 4 nos muestra la distribución de las ganancias si seguimos la regla de devolución de las ganancias a la compañía. A y B no reciben nada, pues ya no son accionistas de la compañía. Por el contrario, E y F reciben una ganancia de 10 dólares cada uno, pues son accionistas al momento de la devolución, a pesar de haber adquirido acciones con pleno conocimiento del evento. C obtiene una ganancia de 40 dólares pues, además del incremento de 30 dólares en el precio de la acción derivada del descubrimiento del campo

petrolífero, debemos agregar los 10 dólares adicionales que le corresponde de la devolución a la compañía, dado que sigue siendo su accionista. I no gana ni pierde nada, pues debe devolver lo ganado.

La columna 5 nos muestra, finalmente, el resultado si la norma estableciera la obligación del *insider* de devolver las ganancias a las contrapartes. A ganaría 30 dólares. C y D mantendrían su ganancia de 30 dólares, pues C nunca vendió sus acciones y D no está obligado a devolver toda vez que no cometió una infracción. I, nuevamente, no gana ni pierde, pues sólo debe devolver lo indebidamente ganado.

Del ejercicio expuesto resulta claro lo siguiente: i) la regla de devolución de ganancias a la compañía deja desprotegido a los accionistas directamente perjudicados con el *insider trading*; ii) la regla beneficia injustificadamente a los accionistas incorporados a la sociedad con posterioridad al evento. Por tales razones, parece conveniente incorporar la obligación de devolver lo indebidamente ganado a los propios perjudicados, y dejar la actual regla para aquellos casos en que los daños sean causados más bien a la compañía, como en los casos de *frontrunning* antes mencionados⁵⁴.

6. Análisis Regulatorio Comparativo

A continuación presentamos un análisis comparativo de la regulación sobre *insider trading* entre Perú y Estados Unidos de Norteamérica. Para ello se ha elaborado un Índice de Severidad Regulatoria, siguiendo la metodología de Beny⁵⁵.

Se ha tomado en consideración tanto la legislación norteamericana federal, como la estadual y la administrativa a cargo de la autoridad regulatoria del mercado de valores (SEC)⁵⁶.

El índice se ha compuesto tomando en consideración 5 elementos centrales de una regulación *anti insider trading*. Cada país obtiene un puntaje por cada elemento:

“ (...) parece conveniente incorporar la obligación de devolver lo indebidamente ganado a los propios perjudicados, y dejar la actual regla para aquellos casos en que los daños sean causados mas bien a la compañía (...)”

54 Ver sección 2,1, c) de este artículo.

55 BENY, op cit.

56 La normativa norteamericana puede dividirse en tres niveles: estadual (en base al Derecho de Agecia, principalmente); federal especial (Sección 16 (b) de la Ley Federal del Mercado de Valores, norma especial contra ganancias de corto plazo) y federal general (Sección 10(b) reglas antifraude en el mercado de valores, desarrollada mediante reglas administrativas dictadas por la autoridad regulatoria del mercado de valores, la SEC).

1 si la legislación sí contempla dicho elemento y 0 si no es así. Cada país obtiene un puntaje total entre 0 y 5; a mayor puntaje mayor severidad de la regulación.

Los 5 elementos son los siguientes: i) existencia de prohibición de insider trading; ii) inclusión de terceros dentro de los alcances de la regulación; iii) monto de la reparación; iv) posibilidad de reparación a contrapartes; v) criminalización.

Análisis Regulatorio Comparado

Aspecto	USA	Perú
Prohibición de IT	1	1
Terceros	1	0
Monto de Reparación	1	1
Reparación a contrapartes	1	0
Criminalización	1	1
Puntaje	5	3

Como vemos, la legislación norteamericana obtiene un puntaje de 5, mientras que la legislación peruana obtiene un puntaje de 3. Ello se explica por dos razones: por un lado, bajo la legislación peruana no es posible obtener una reparación de la contrapartes, al menos en sede administrativa bursátil, sino que debe iniciarse una acción distinta; por otro, la legislación peruana permite que terceros puedan aprovechar la información privilegiada.

7. Jurisprudencia Administrativa Nacional

En el Perú se han sancionado muy pocos casos de uso indebido de información privilegiada. A continuación resumimos los principales casos resueltos por CONASEV.

7.1. Caso CONASEV vs Aluminio y Metales S.A.⁵⁷

Un primer caso sobre esta materia data de 1994. El 17 de octubre de 1994 la Fábrica de Aluminio y Metales S.A. acordó un aumento de capital por aportes y un aumento de la Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo, fijando como fecha de corte para la negociación de los valores con derecho ya emitidos y para la suscripción misma de los valores de nueva emisión, el 19 de octubre de 1994.

Sin embargo, esta información fue transmitida al mercado recién el 28 de octubre de 1994, motivo por el cual resultó materialmente imposible para los accionistas y tenedores de acciones del trabajo participar en el aumento de capital. El resultado fue que el 89,9% de los valores quedaron sin suscribirse. Posteriormente, en una tercera rueda de suscripción,

no prevista inicialmente, el presidente del directorio Manuel Gonzales Díez (también accionista común y accionista del trabajo) suscribió el saldo de los valores incrementando su participación ostensiblemente.

El Tribunal de Valores (en ese entonces instancia única) consideró que el Presidente del Directorio se había aprovechado indebidamente de su posición para evitar revelar la información al mercado, hasta que CONASEV lo obligó a hacerlo. Para cuando ello ocurrió, ya se había beneficiado ilícitamente suscribiendo casi el 90% de los valores emitidos, violando los derechos de suscripción preferente que tienen los demás socios e impidiendo que nuevos inversionistas puedan acceder a estos valores.

En 1994 estaba vigente el Reglamento de Sanciones emitido mediante Resolución CONASEV N° 910-91-EF/94.10.0 (que fue derogado por el actual Reglamento de Sanciones). En dicho Reglamento se establecía que el *insider trading* constituye infracción muy grave y que las sanciones aplicables para ésta infracción eran: multa de 5 a 10 UIT, o la destitución del cargo de Director⁵⁸. En este caso el Tribunal Administrativo de Valores optó por la segunda.

7.2 Caso Telefónica del Perú vs Fernández Pollán⁵⁹

El 31 de julio de 1998 concluyeron las negociaciones para la modificación del Contrato de Concesión entre Telefónica del Perú (TdP) y el Estado Peruano, modificación que adelantaba la entrada de nuevos competidores al mercado de servicios de telecomunicaciones, lo cual podría tener como consecuencia una caída en la cotización de las acciones de TdP al perder un sector del mercado⁶⁰. El 3 de agosto de 1998 (4 días después de la culminación de la negociación y 2 días antes de la publicación de los Decretos Supremos Nos. 020-98-MTC y 021-98-MTC que permitían la entrada de nuevos competidores al mercado), se produjo la orden de venta de 22 775 acciones de TdP del señor Fernández Pollán, a la sazón director alterno de TdP, hecho que le evitó una pérdida de S/.4 555.

El Tribunal Administrativo de Valores, mediante Resolución N° 021-2002-EF/94.12, sancionó con una multa de 26 UIT al señor Fernández Pollán, al hallarlo responsable de comerciar con información privilegiada, incurriendo en la prohibición contenida en el inciso d) numeral 2 del artículo 12 del Reglamento de Sanciones, y le ordenó entregar a TdP S/. 4555, correspondientes a los beneficios obtenidos por el uso indebido de la información privilegiada.

El Tribunal desarrolla en este caso el "test de información privilegiada" para determinar si existió o no infracción. El test consistía en los siguientes 4 pasos: Paso 1:

57 Ver Resolución CONASEV 546, en relación al Informe 375-94-EF/94.40.0, de fecha 28 de diciembre de 1994

58 Ver artículo 13° numeral 1 literal b, y artículo 8° del Reglamento de Sanciones entonces vigente

59 Ver Expediente 13270-1998

60 La afirmación es condicional, pues la empresa obtuvo a cambio el derecho de postergar por tres años la entrada en vigencia del factor de productividad que debía reducir la tarifa cobrada por la empresa. El resultado neto parecía incierto, sobretudo considerando que la modificación del contrato fue voluntaria.

Determinar si la información supuestamente utilizada califica efectivamente como información privilegiada de acuerdo a ley, para lo cual debe cumplirse 4 requisitos: i) la información debe provenir del emisor; ii) la información debe estar referida al emisor, a sus negocios o a valores emitidos por éste; iii) debe tratarse de una información no divulgada al mercado; iv) debe tratarse de información cuyo conocimiento público sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos (materialidad); *Paso 2:* Determinar si el denunciado tuvo o no acceso a la información privilegiada; *Paso 3:* Determinar si la información poseída por el denunciado influyó en su decisión de efectuar las transacciones cuestionadas, considerando el tiempo que medie entre el conocimiento de la información y la decisión de transar, el volumen de la negociación y la existencia de otras razones que pudieron haber inducido al denunciado a efectuar la operación; *Paso 4:* Determinar la obtención de algún beneficio derivado de la operación realizada por parte del denunciado.

El Tribunal concluyó que en este caso sí se presentaban las condiciones previstas en el *test* y procedió a sancionar la práctica. El Directorio, sin embargo, revocó en segunda instancia la decisión del Tribunal, considerando que no puede presumirse la comisión de una infracción, por lo que el hecho que el señor Fernández Pollán sea director de Telefónica no constituye razón suficiente para concluir que ha incurrido en uso indebido de información privilegiada. El Directorio de CONASEV sostuvo que la administración debe probar que efectivamente el *insider* tuvo acceso y utilizó la información privilegiada para realizar transacciones.

Al desconocer la aplicación práctica de la presunción prevista en la ley, el directorio de CONASEV violó la LMV y optó, *de facto*, por devolver a la administración la carga de la prueba.

7.3. Caso Compañía Cervecer Backus & Johnston vs Montori⁶¹

En este caso, un director de Compañía Cervecer Backus & Johnston (Backus) adquirió un paquete significativo de acciones de la compañía al precio de mercado. Al poco tiempo, Backus fue objeto de una OPA lanzada por una empresa extranjera, quien ofreció pagar una prima importante sobre el precio de mercado por las acciones. El director vendió las acciones en la OPA y obtuvo una importante ganancia en la operación.

CONASEV le inicia un procedimiento administrativo por supuesta infracción al artículo 44° de la LMV, requiriendo la devolución a Backus de las ganancias a corto plazo obtenidas. El Tribunal Administrativo de Valores señaló que la aplicación del artículo 44° de la LMV es independiente del uso de información

privilegiada; en consecuencia, no es necesario probar si efectivamente el señor Montori hizo o no uso indebido de la información privilegiada, sino que basta con demostrar objetivamente que realizó dos operaciones inversas con los mismos valores dentro de un periodo de 3 meses, como efectivamente ocurrió. Por esta razón, el Tribunal decidió que el señor Montori debía devolver las ganancias obtenidas a Backus.

8. Conclusiones y Recomendaciones de Política Pública

Del análisis expuesto se derivan las siguientes conclusiones y recomendaciones:

A) Sobre si se Debe o no Regular el *Insider Trading*

A.1 El *insider trading* constituye un problema derivado de la existencia de información asimétrica entre *insiders* y *outsiders* en una compañía. Si bien no es concluyente el impacto de estas normas en el caso de sociedades de accionariado concentrado, sí parece conveniente regular esta práctica, en la medida que desincentiva el ingreso de nuevos inversionistas al mercado de valores y afecta negativamente su liquidez y desarrollo. Normas *anti insider trading* generan mayor confianza en los inversionistas externos respecto a que no serán explotados por los ejecutivos o accionistas controladores.

A.2 No parece justificable permitir que las partes asignen libremente los derechos de propiedad sobre la información privilegiada, siguiendo un modelo de análisis de costos de transacción. La razón para ello es que i) existen efectos externos sobre terceros (accionistas) derivados de la existencia de problemas de agencia entre accionistas externos y directivos ii) existen altos costos de transacción en el "mercado de información privilegiada" asociados a la vigilancia y control de su uso; iii) la regulación pública tiene ventajas comparativas institucionales para su *enforcement*, dado que el Estado tiene el monopolio del uso de la fuerza.

B) Sobre el Tratamiento de los Terceros

Las normas *anti insider trading* peruanas no contemplan de manera clara la responsabilidad de los terceros por el uso de la información privilegiada, limitándose a sancionar a los *insiders* propiamente. Esta apreciación se aplica tanto a los terceros allegados a quienes voluntariamente el *insider* transmite la información privilegiada, como a aquellos que la obtienen de manera casual, indebida o mediante fraude. Es conveniente corregir este vacío para evitar un manejo oportunista de las normas legales para eludir su aplicación y su eficacia.

61 Ver Expediente N° 2003029912.

C) Sobre la Presunción Objetiva de Uso Indevido de Información Privilegiada

Es conveniente aclarar que la norma prevista en el artículo 44 de la LMV constituye una presunción de pleno derecho de uso indebido de información privilegiada, para otorgar consistencia conceptual a la norma misma. Esto significa que tales funcionarios deben encontrarse bajo los alcances del artículo 251 –A del Código Penal.

D) Sobre la reparación a las contrapartes

En la actualidad, las normas *anti insider trading* peruanas no contemplan la reparación a las contrapartes de una transacción efectuada mediante la utilización indebida de información privilegiada. La norma prevé la devolución de las ganancias obtenidas al emisor o al fondo, según corresponda, lo cual responde a la concepción del uso indebido de información privilegiada como una apropiación ilícita de un bien de propiedad de la compañía. Esta legislación desprotege al inversionista externo, al obligarle a recurrir a la vía judicial ordinaria para obtener una reparación. Es recomendable plantear como regla general la reparación a la contraparte,

y permitir, excepcionalmente, la reparación a la empresa en los casos que así se justifique.

E) Sobre la autorregulación y los códigos de gobierno corporativo

E.1 Las compañías se encuentran en mejor posición que el regulador para diseñar mecanismos de autorregulación que generen incentivos adecuados a los *insiders* para no utilizar indebidamente la información privilegiada.

E.2 Es recomendable la inclusión en los códigos de gobierno corporativo de las compañías con acciones listadas en bolsa de reglas de conducta simples y fáciles de administrar destinadas a controlar, supervisar y sancionar estas prácticas. En esta línea, los emisores pueden crear y mantener pública una lista de personas que tienen acceso a información privilegiada, de manera que el mercado esté informado de quienes son los que eventualmente pueden tener este tipo de información. También es conveniente evaluar la conveniencia de separar a través de “murallas chinas” ciertas áreas o actividades corporativas, de manera que sean reservadas solo para un grupo apropiado y claramente definido de personas 