

Entrevista al Doctor Sergio Salinas Rivas*

Uso Indevido de Información Privilegiada: El *Insider Trading* en la Legislación Peruana

Por: Emma Canchari Palomino
Daniel Sánchez Ortega**

1. En el Perú, cuán incidente es la figura del *insider trading* en el mercado de valores y cuáles son los mecanismos de protección que emplean los inversores y los organismos competentes (CONASEV, BVL, etc.)

Bueno, este es un tema sobre el cual no aplica el principio general de transparencia en el Mercado de Valores, no?. En realidad, dado que no existe información pública, es difícil saber con certeza cuál es el grado o nivel de actividad de este tipo de prácticas de uso de información privilegiada que se presenta en los hechos. Si el número de casos investigados por CONASEV puede tomarse como indicador, yo diría que el problema es real, en la práctica existe; hay casos que han ocurrido en los últimos tiempos y tenemos entendido que hay investigaciones en curso, según lo ha señalado la propia CONASEV. Obviamente, este es un indicador imperfecto porque depende de la capacidad que tenga CONASEV de detectar estas prácticas, lo cual es sabido siempre es un problema para cualquier regulador.

Respecto de los mecanismos de protección, considero que las normas contenidas en la Ley del Mercado de Valores, que han sido ajustadas no hace mucho tiempo por el Decreto Legislativo N° 1061, son razonablemente adecuadas; en líneas generales, es la misma herramienta que se utiliza en muchos mercados. En ese sentido, me inclino a pensar que

la reducción de estas prácticas pasa más por un tema de control, supervisión y sanción, que por cambios normativos. Si bien el marco legal podría ser precisado o ajustado en algunos puntos concretos, tampoco creo que haya que fortalecerlo mucho más de lo que ya está. Lo que hace falta es aplicar sanciones suficientemente drásticas para disuadir a los sujetos que cometen este tipo de prácticas a no hacerlo. La pelota está en la cancha de CONASEV.

2. Cierta sector de la doctrina considera que la configuración legal del uso indevido de información privilegiada puede ser beneficiosa económicamente. ¿Está usted de acuerdo con la regulación de la figura? ¿En qué medida a actividad del *Insider Trading* puede generar eficiencias en el mercado?

Bueno sí, es cierto. Hay quienes sostienen que el *Insider Trading* produce un efecto económico beneficioso, en tanto es un canal para suministrar al mercado información relevante sobre los emisores y, en esa medida, permitir una mejor formación de precios de los valores. Por ejemplo, supongamos que una mina acaba de descubrir un nuevo yacimiento y nadie lo sabe, excepto los ejecutivos, si estos señores salen a comprar acciones de la mina presionarán al alza el precio de esas acciones reflejando el nuevo valor real del negocio. Y viceversa, si tienen una información negativa, al salir a vender se transmite al mercado la información de que hay un problema

* Abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú, Master en Economía de la Universidad Pacífico. LLM de la Universidad de Yale (Estados Unidos). Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Ex Presidente del Consejo Directivo de la Superintendencia Nacional de Servicios de Saneamiento (SUNASS). Ex vocal del Tribunal Administrativo de la CONASEV y ex miembro del Consejo Directivo del Organismo Supervisor de la Inversión en Infraestructura de Transporte de Uso Público (OSITRAN). Socio Fundador del Estudio Sergio Salinas Rivas Abogados S.C.R.L.

** Quisiéramos expresar nuestro sincero agradecimiento a José Luis Flores Urruchi, ex asociado de la Comisión de Publicaciones de la Asociación Civil Derecho & Sociedad y Héctor Campos García, asociado de la Comisión de Publicaciones de la misma Asociación, por su valiosa colaboración en la realización de la presente entrevista.

y, por lo tanto, el precio se ajusta hacia abajo. Estos son algunos de los argumentos para permitir el Insider Trading.

Ahora-más allá de la doctrina-en los hechos, la mayoría de las legislaciones sanciona esta práctica y no se adhiere a la tesis del beneficio económico. En mi opinión, los costos de permitir el uso indebido de información privilegiada en términos de inseguridad y de temor que puede ahuyentar a los inversionistas del mercado de valores, víctimas potenciales de este tipo de transacciones, son mayores que los eventuales beneficios que se podrían obtener con una libertad irrestricta de transacción. En consecuencia, creo que es una buena opción de política pública regular este tema.

- 3. Un problema que se presenta en la práctica de este tipo de comportamientos es cómo detectar al insider debido a la complejidad y sutileza con la que realizan sus acciones. Si bien nuestra legislación expone una lista taxativa de las personas que pueden ostentar la calidad de *insiders* y establece reglas objetivas de las presunciones *iure et de iure* y *iuris tantum*, guarda silencio en los casos en los que un tercero –sin ninguna relación fiduciaria con la empresa- puede beneficiarse con la información no divulgada. En ese sentido ¿cuál es la consecuencia jurídica del tercero que se beneficia con la información privilegiada sin tener una relación fiduciaria con la empresa? ¿qué roles debe innovar CONASEV para solucionar estos casos? ¿se debería sancionar al *insider*? ¿qué justificación existe para que así sea?**

Efectivamente, creo que el tratamiento de los terceros que obtienen y aprovechan información privilegiada no es un tema meridianamente claro en la legislación vigente. Se podría sostener que las obligaciones, referidas a no transar con información privilegiada, se aplican únicamente a quienes califican como *Insiders*, porque son justamente ellos quienes tienen –de alguna manera– un «acceso» no disponible a otros, debido a su propia posición en la empresa; hecho que no se presenta en el caso de terceros, y por ello no habría razón para atribuirles o aplicarles estas reglas ni sus restricciones. Por otro lado, también se puede sostener en la norma, a partir de una lectura literal, que –en realidad– la figura alcanza también a los terceros. El tema es discutible en doctrina y en la legislación positiva.

Lo que hay que tener claro, en todo caso, es que no habría razón para impedir al tercero que obtenga información no disponible en el mercado por medios lícitos gozar del beneficio económico obtenido en base a esa información, dado que no ha incurrido en ningún hecho sancionable; es el caso de personas

que investigan, quienes desarrollan –por ejemplo– un modelo de proyecciones económicas o de datos, que están permanentemente mirando cómo evolucionan los mercados, los sectores y las empresas en particular.

Creo que el vacío legal en esta materia debe ser cubierto mediante el desarrollo de un criterio jurisprudencial, a nivel del regulador. Insisto en lo que ya he señalado con anterioridad: es necesario que CONASEV desarrolle lineamientos de interpretación que sean de conocimiento público y que permitan guiar a los agentes respecto de cómo CONASEV interpreta y aplica sus normas, no sólo en materia de información privilegiada, sino también de OPAs, por ejemplo.

- 4. A la par de la poca claridad normativa dada por nuestra legislación, se puede sumar la casi inexistencia de códigos de ética y de buena conducta –con respecto al *insider trading*– que rija el comportamiento de las empresas participantes y que éstas cumplan, efectivamente y que sirvan de incentivo complementario a las normas. En ese sentido, ¿cree usted que las empresas podrían jugar un rol importante al organizarse y autorregularse en nuestro mercado? ¿cuál es la situación actual en el Perú respecto a este tema?**

Sin duda, creo que los propios emisores tienen la posibilidad de incidir favorablemente en la corrección de este tipo de prácticas, a través de Códigos de Gobierno Corporativo, Códigos de Ética que sean dictados por las propias empresas y de aplicación a todo su equipo gerencial y ejecutivo, en el cual se establezca con claridad cuáles son los criterios o principios de conducta bajo los cuales deben trabajar los funcionarios dentro de la empresa y establecer eventualmente sanciones de carácter interno para aquellos que incurran en este tipo de faltas.

Desde mi punto de vista, las empresas están en mejor posición que el regulador para saber si algo extraño está pasando con la cotización de sus valores, dado que ellos son los que cuentan con mejor acceso a la información de su propia empresa. Por ello, las empresas pueden detectar mejor que CONASEV si se está afectando indebidamente o no sus valores y sus precios. En ese sentido, sí creo que hay un espacio que CONASEV debe promover para trabajar con los emisores en la corrección de este tipo de problemas.

Por ejemplo, un tema que puede ser interesante para trabajar, y que en algún momento sugerí, es que cada emisor tenga listas «grises», que básicamente identifique a aquellas personas que, por su posición, tienen acceso a información sensible y, sujetarlas a un conjunto de reglas y medidas de transparencia que regulen las transacciones que

deseen realizar en el mercado. Por ejemplo, prohibiciones temporales o específicas de transar, obligaciones de reporte, autorizaciones previas, etc. Ello ayudaría a tener un poco más de control sobre las acciones que hacen los funcionarios, de tal manera que se pueda saber un poco más qué es lo que están haciendo.

Si bien esto no garantiza que no ocurra este tipo de prácticas, sí creo que reduce la probabilidad de ocurrencia en tanto pone «una luz» sobre estas personas, y las personas que van a incurrir en algún tipo de ilícito, normalmente no lo hacen a la luz del día. Algunos emisores ya lo están haciendo y creo que sería necesario una política por parte del regulador para profundizar el uso de este tipo de instrumentos.

- 5. En alusión a la devolución de la ganancia obtenida por el *insider trading* al realizar un uso indebido de información privilegiada, esta debe restituirse al emisor o patrimonio del fondo respectivo. ¿Se deben también indemnizar los perjuicios o daños que se pudieron haber generado? ¿Por qué no se le devuelve también al inversionista si, al final de cuentas, podría llegar a ser el mayor afectado con las consecuencias de este uso indebido?**

Yo creo que ese sí es un aspecto de la legislación que merece ser reevaluado. El origen de esta regla es la idea o el concepto de que la información privilegiada pertenece a la empresa, y por lo tanto, la ganancia obtenida indebidamente del uso de un bien que pertenece a la empresa, emisor o fondo (dependiendo de quién se trate) debiera ser restituida a la misma. El problema con esta tesis es que no encaja muy bien con la realidad de los hechos; ya que aquí el perjuicio no lo sufre necesariamente el emisor, sino la contraparte en la negociación con el *insider*, ya que él es el que de alguna manera perdió. Resulta hasta cierto punto incompleto un marco legal que no contemple la reparación al perjudicado, salvo en la vía civil ordinaria. Sí me parece un punto de agenda pendiente evaluar la conveniencia de que la restitución vaya al perjudicado y no necesariamente al emisor, por lo menos en los casos donde resulte evidente que el perjuicio no ha sido sufrido por el emisor sino por una contraparte del mercado.

- 6. Para cierto sector de la doctrina, la figura del *insider trading* está prohibida más que por un tema económico, por uno ético; ya que la persona con aquel título debe actuar con las reservas del caso y hasta se menciona que esta persona no miente, ni tergiversa la información que brinda, solo la expone. Sin embargo, en el nivel económico podría traer consecuencias**

distintas y hasta favorables (la exposición de información por parte del *insider trading*) para el inversor, a largo plazo. En ese sentido, si económicamente puede beneficiar al inversor, ¿por qué siempre se debe acusar al que dio la información?, al fin y al cabo ¿no termina el inversor con un beneficio superior al de no haber divulgado la información?

Esta discusión doctrinaria se vincula a lo que conversamos en una pregunta anterior, si debe o no sancionarse el *insider trading*; nuevamente, hay quienes sostienen que este genera eficiencia en tanto permite una mejor formación de los precios en el mercado y, por lo tanto, beneficia a todos aquellos que transan, porque lo hacen a precios más reales, por decirlo de alguna manera; y hay quienes sostienen que en realidad del *insider trading* es perjudicial en tanto afecta negativamente a quienes participan en el mercado de valores, a quienes son víctimas de este tipo de prácticas.

Yo sostengo que, en realidad, permitir el uso de la información privilegiada podría generar abusos que, a largo plazo, desincentive la utilización del mercado de valores como mecanismo de canalización de recursos desde sectores superavitarios hacia actividades o proyectos de inversión que lo requieran, y eso sería un efecto probablemente más significativo que los eventuales beneficios teóricos derivados de un mercado más «perfecto» en términos de formación de precios. La práctica regulatoria aceptada en términos internacionales coincide con esto, ya que la mayor parte de legislaciones de mercado de valores sanciona el uso indebido de información privilegiada. Yo creo que estamos razonablemente alineados, en ese camino y no veo razones para modificar eso.

Dentro de este tema, por su respuesta, la prohibición del *insider trading* es indiferente al nivel de evolución de un mercado de valores; es decir, ¿no interesa si es primitivo o si ya está desarrollado el mercado de valores? Porque si el modelo teórico basado en la hipótesis de eficiencia del mercado de valores me dice que eso es bueno la consecuencia práctica sería que cuanto más desarrollado este un mercado de valores la tendencia a no regular el *insider trading* también sería mayor ¿es indiferente el nivel de desarrollo del mercado de valores?

En mi opinión no hay una relación directa entre la decisión de política pública de regular o no y el desarrollo o la profundización del mercado de valores, salvo lo indicado en la pregunta anterior; por ejemplo, en Estados Unidos y en Europa se sanciona el *insider trading* y en el Perú también, no obstante tratarse de niveles muy distintos de desarrollo del mercado de valores. En tal sentido no encuentro una correlación,

directa por lo menos, entre el grado de desarrollo del mercado y la opción legislativa de regular o no.

Por el contrario, yo diría que en la medida que los mercados de valores son más desarrollados, el riesgo y los costos de las prácticas de información privilegiada pueden incluso aumentar, porque en la medida que los valores son más líquidos es relativamente más fácil y lucrativo realizar este tipo de prácticas, y porque además hay muchos valores sobre los cuales se puede transar.

Lo que sí podemos señalar es que es probable que legislaciones que «protegen» mejor al inversionista debieran tender hacia una mayor capitalización de sus mercados de valores que aquellas más «débiles», pues los inversionistas van a preferir legislaciones más «seguras».

7. **La doctrina tiene varios argumentos sólidos a favor de la prohibición de la figura del insider trading, pero hay otro sector que no lo está y que resaltan que esta figura es el «motor» de la innovación competitiva, otros mencionan que en muchos casos son los que advierten de un cambio en el mercado de valores (ya que si no se avisará existirían cambios abruptos en el mercado, etc.). Entonces, cabe preguntarnos ¿Considera usted eficiente la existencia de la figura del insider trading? Si es así ¿la regulación de esta figura es apropiada para la realidad del mercado?**

Esta idea de «innovación competitiva» tiene ya varios años, y si mal no recuerdo es la tesis de Henry Manne, de hace probablemente 40 años, que efectivamente abogaba por una absoluta libertad de transacción por parte de los *insiders*. El sostenía que la posibilidad de transar libremente incentivaba a los ejecutivos a innovar y desarrollar nuevos proyectos de inversión en las empresas que dirigían, porque en la medida en que tales proyectos de inversión fueran económicamente rentables podían obtener ganancias comprando acciones antes de hacerlos públicos. El indicaba que esta era la forma más fácil de remunerar a los buenos gerentes: se evita toda la negociación salarial y discusión con los accionistas, que ahora vemos precisamente en Estados Unidos y Europa sobre las remuneraciones de los directores de las empresas, a propósito de la crisis internacional que estamos enfrentando.

En mi opinión, la problemática en este punto es algo similar a lo que sucede con el agua y el aceite; es decir, nunca se van a juntar, no va haber punto intermedio; en otros términos, los que sostienen que el *insider trading* es eficiente van a promover o abogar por la libertad de transacción; por su lado, los que sostienen que el *insider trading* genera perjuicios e

impide un desarrollo transparente y ordenado del mercado, lo que se denomina «integridad del mercado», no van a aceptar esto, sino que van a sostener que los daños son mayores que los beneficios y que, en realidad, no se justifica la libertad de transacción del uso de la información privilegiada.

En mi opinión, como ya lo he dicho, no estamos en una posición como para liberalizar el uso de información privilegiada; me parece que en nuestra realidad ello podría generar reacciones negativas y afectar la captación de nuevos inversionistas al mercado, que es un proceso que en economías todavía emergentes como la nuestra debiera ser un objetivo de política pública. Liberalizar este tipo de prácticas podría ir a contra pelo de este objetivo.

8. **La figura del insider trading aparece como consecuencia de una evolución del mercado de valores, y junto con los múltiples beneficios de esta evolución surge un problema que hasta ahora no se soluciona del todo y es la manera de detectar a estas personas y de aplicar las normas jurídicas hacia este, ya que con el dinamismo del mercado de valores, la aplicación jurídica a estos casos se hace cada vez más abstracta, debido a que todos los días se dan informaciones privilegiadas en distintas empresas. Sobre la base de esto ¿Existe una regulación efectiva que pueda descubrir o, en todo caso, sancionar efectivamente las acciones del insider trading? O en todo caso, ¿Cuál sería un buen mecanismo para que disminuya el número de casos de esta figura?**

El día que tenga la respuesta a esa pregunta me voy a hacer millonario.

En mi opinión no hay una solución perfecta, la prueba de ello es que hoy día tenemos casos muy importantes discutiéndose en Estados Unidos, que es el mercado más líquido y más desarrollado del mundo en mercado de valores, como es el caso asociado a algunas operaciones del señor Madoff, y algunos otros en discusión. En consecuencia, no creo que haya una solución perfecta.

¿Qué mecanismos se pueden implementar para tratar de mejorar o reducir este tipo de prácticas? En mi opinión un primer tema fundamental es una decisión regulatoria muy clara de sancionar o de perseguir este tipo de prácticas. El regulador tiene herramientas legales y operativas sólidas para sancionar estas prácticas, no estamos frente a un regulador «manco» o «cojo», lo que ocurre es que hay usar estas atribuciones si es que eso realmente se quiere hacer. Este es el primer punto: una decisión regulatoria de sancionar este tipo de prácticas, de lo

contrario todo quedará en normas, declaraciones y no en acciones concretas y eficaces, que es lo que se necesita. Un caso emblemático de sanción va a tener un efecto disuasivo muy importante, pues en la medida que la gente perciba que CONASEV es dura o drástica con este problema, el número de casos va a bajar. El Análisis Económico del Derecho nos enseña esto con claridad: si el costo de incumplir no es muy alto (menor al beneficio potencial del incumplimiento), la gente va a tender a violar la ley: entonces lo que el regulador tiene que hacer es cambiar esta percepción y mostrar que el costo de incumplir sí es muy alto, lo que va a provocar automáticamente que el número de casos de este tipo de prácticas se reduzca.

Una segunda medida, que considero importante, es la que conversábamos hace unos momentos y que se puede denominar «autorregulación de los emisores» a través de códigos de gobierno corporativo o códigos de ética con la consecuente incorporación de ciertas obligaciones de información y restricciones a la transacciones de los ejecutivos de las empresas. Creo que esto genera transparencia

en el mercado y aumenta la probabilidad de detección del mal uso de información privilegiada.

Una tercera medida que me parece muy importante es que CONASEV desarrolle lineamientos de interpretación de sus normas, entre ellas las referidas a *insider trading*, ello es importante debido a que orienta al mercado respecto a qué cosas se pueden o no hacer. No debemos partir del hecho de que todos somos unos pillos y queremos llenarnos de dinero fácilmente, no es así, en realidad la mayoría de los directores y funcionarios corporativos son personas de buena fe que están dispuestas a cumplir y cumplen sus obligaciones, lo que se requiere es que se les recuerde con cierta periodicidad qué cosas hay que hacer o no hacer para evitar estar en una zona nebulosa.

Siempre encontraremos un porcentaje de personas que les gusta obtener el dinero más fácilmente que otros, ello ya es inevitable, pero para el grueso de los emisores y funcionarios, el tener lineamientos que más o menos les indiquen qué cosa no pueden hacer, qué cosa debo consultar, o informar previamente, es importante. 