

Universidad de Lima  
Escuela de Posgrado  
Maestría en Derecho Empresarial



**EL INSIDER TRADING, INFORMACIÓN  
PRIVILEGIADA Y SU USO INDEBIDO:  
ANÁLISIS DE LA NORMATIVA PERUANA Y  
SU APLICACIÓN**

Trabajo de investigación para optar el Grado Académico de Maestro en  
Derecho Empresarial

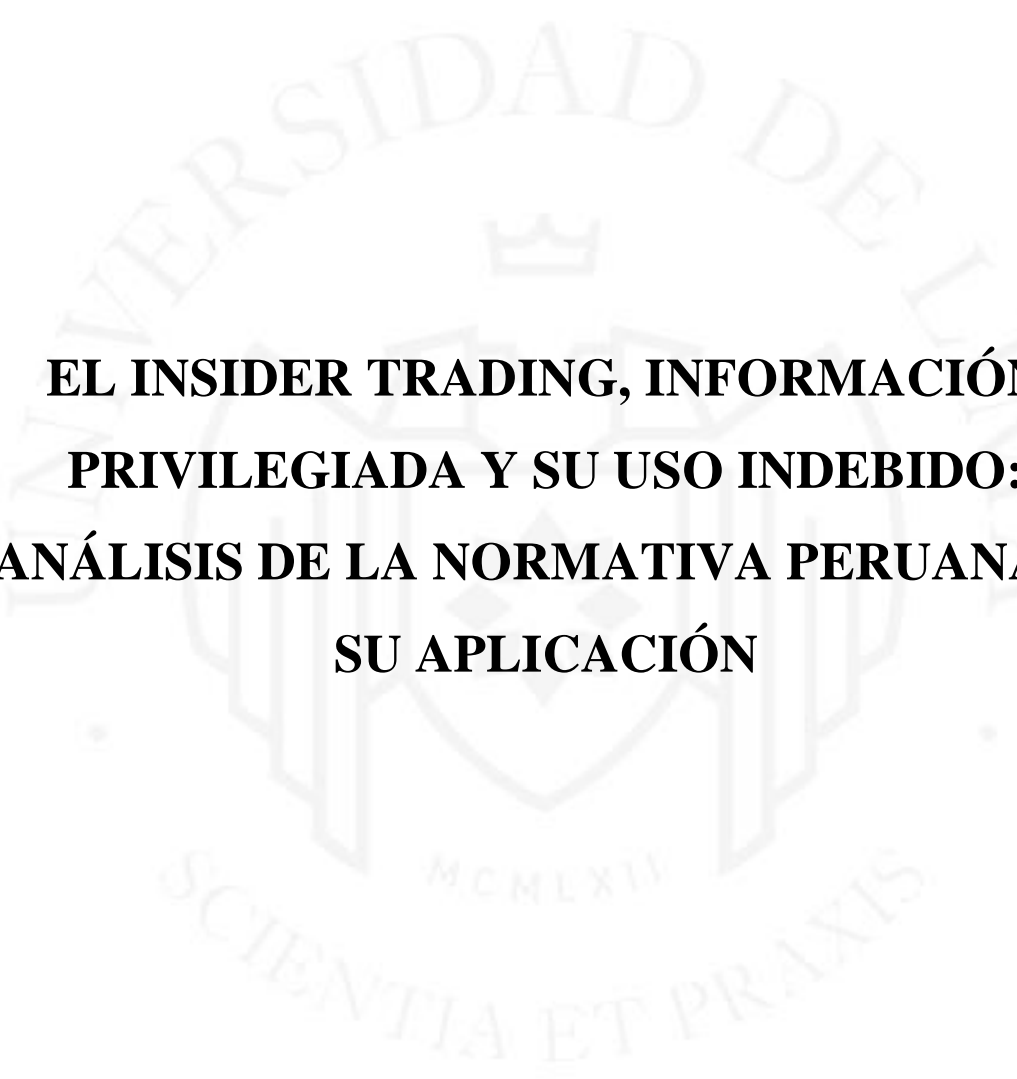
**JOSÉ EDUARDO AGUILAR ORDERIQUE**

**CÓDIGO: 20071233**

Asesor : Desiree Orsini Wisoztki

Lima – Perú  
Octubre de 2020





**EL INSIDER TRADING, INFORMACIÓN  
PRIVILEGIADA Y SU USO INDEBIDO:  
ANÁLISIS DE LA NORMATIVA PERUANA Y  
SU APLICACIÓN**

# TABLA DE CONTENIDO

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I: LA REGULACIÓN NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES Y EL INSIDER TRADING EN EL PERÚ .....</b>	<b>3</b>
1.1. El mercado de valores en el Perú y su regulación .....	3
1.2. El concepto de Información Privilegiada.....	4
1.3. Naturaleza de la responsabilidad .....	6
1.4. Visión general de la norma peruana .....	7
<b>CAPÍTULO II: APLICACIÓN DEL DERECHO ADMINISTRATIVO EN EL MERCADO DE VALORES ANTE LAS SANCIONES SOBRE INSIDER TRADING.....</b>	<b>10</b>
1. Principios del Derecho Administrativo en el Perú.....	10
1.1. Principio de Legalidad .....	10
1.2. Principio de Razonabilidad .....	12
1.3. Principio de Causalidad .....	14
1.4. Principio de Predictibilidad.....	15
2. Casos de Insider Trading en el Perú.....	16
2.1. Caso Fernández Pollán vs Telefónica del Perú .....	16
2.2. Caso El Brocal.....	17
<b>CAPÍTULO III: REGULACIÓN NORMATIVA EN ESTADOS UNIDOS Y APLICACIÓN SANCIONADORA DE LA NORMA EN LOS CASOS DEL INSIDER TRADING.....</b>	<b>20</b>
1. Regulación del Insider Trading en Estados Unidos .....	20
2. Casos de Insider Trading en Estados Unidos .....	23
2.1. Caso Dirks vs SEC .....	23
2.2. Carpenter vs USA.....	25
3. Resumen comparativo entre Estados Unidos y Perú sobre la regulación de Insider Trading .....	27
4. Oportunidades de mejora en nuestra legislación nacional .....	29

# INTRODUCCIÓN

En la actualidad, los negocios y/o servicios financieros, entre los cuales están considerados la compra – venta de acciones, han conseguido un mayor dinamismo gracias al avance de la tecnología.

El mercado por excelencia para la compra – venta de acciones es el Mercado de Capitales o Mercado de Valores. El Mercado de Valores se rige por la ley de la oferta y la demanda; en ese sentido, mientras exista una protección adecuada, los inversores van a poder efectuar sus operaciones sin mayor riesgo que el estándar. Este mercado, desde hace varios años es el medio por el cual se movilizan grandes cantidades de dinero mediante la transferencia de acciones.

Teniendo en cuenta ello y la gran afluencia que existe actualmente en las bolsas de valores y los mercados de capitales en general, es que los inversionistas buscan maximizar el retorno efectivo, al mismo tiempo que las empresas buscan obtener el mayor valor posible por sus acciones.

Para garantizar la seguridad jurídica y financiera de las partes que participan en este negocio, es que debe existir un marco regulatorio adecuado que proteja tanto las inversiones como el valor de las acciones. Para esto último es fundamental contar con mecanismos que garanticen que las transacciones se realicen con total transparencia y que la información con que cuenten los inversionistas y que pueda repercutir en el valor final de las acciones sea de igual acceso para todos. En este sentido cobra relevancia el evitar que información privilegiada influya sobre las decisiones de compra o venta de valores, es decir prevenir lo que se conoce como *insider trading*.

Así, si se permitiera disponer libremente de información privilegiada, no solo se beneficiaría a la persona que cuente con dicha ventaja informativa, sino que se minaría la confianza de todos los potenciales compradores, quienes al suponer que los demás podrían contar con información privilegiada, se inhibirían de comprar, con lo cual el valor de las acciones necesariamente descendería. Ello repercutiría, pues, negativamente en el número de transacciones, afectando el dinamismo del Mercado de Capitales y la economía en su conjunto.

Adicionalmente, mediante el *insider trading* podría tomarse el control de una sociedad que cotice en bolsa y utilizarla para realizar acciones fraudulentas.

Teniendo en cuenta lo señalado hasta el momento, podemos concluir que, lo que debe buscar la normativa es sancionar el *insider trading* para evitar conductas dolosas en búsqueda de obtener el control de una sociedad o, simplemente, adquirir acciones para obtener un beneficio económico que no se hubiera obtenido sin éste.

En vista de lo antes expuesto, podemos concluir que el bien jurídico protegido por la norma destinada a evitar el *insider trading* es el buen funcionamiento del mercado de capitales como componente de la economía social de mercado.

Para garantizar su efectividad, la norma debe ser lo suficientemente disuasiva pero respetando los principios del derecho administrativo sancionador, especialmente los principios de legalidad, razonabilidad, predictibilidad y causalidad.

Es por ello que en el presente trabajo de investigación evaluaremos la normativa nacional de represión del *insider trading* para determinar su efectividad. Para ello, analizaremos algunos casos resueltos por el Tribunal Administrativo de la SMV y discutiremos la aplicación de los principios mencionados.

Adicionalmente, se ha incluido un análisis de casos representativos de *insider trading* en los EEUU, país que cuenta con una de las normativas más represivas en la materia, para identificar las falencias de nuestra legislación.

Por ello, en el Capítulo I se introducirá al concepto del Insider Trading como se encuentra definido en la normativa vigente, explicando dicha institución jurídica, sus alcances, efectos, así como sus consecuencias.

En el Capítulo II, se evaluará la aplicación de la referida normativa a partir de los casos más resaltantes en Perú y a la luz de los principios del derecho administrativo sancionador.

En el Capítulo III se revisará la legislación y jurisprudencia norteamericana, con lo cual se podrá apreciar la diferencia de criterio de las autoridades nacionales y las autoridades estadounidenses.

Del análisis se identificará, a manera de conclusión, oportunidades de mejora.

# **CAPÍTULO I: LA REGULACIÓN NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES Y EL INSIDER TRADING EN EL PERÚ**

## **1.1. El mercado de valores en el Perú y su regulación**

El mercado de valores peruano, parte legalmente con el Código de Comercio de 1902 (Perú E. d., Código de Comercio de 1902), el cual se encontraba influenciado por la normativa legal italiana.

Más adelante, en el año 1996, se promulga la Ley del Mercado de Valores mediante Decreto Legislativo N° 861, publicado el 22 de octubre de 1996, vigente desde el 06 de diciembre de 1996, ley con la cual se establece que el uso indebido de la información privilegiada conlleva una sanción administrativa.

El mencionado cuerpo normativo contiene en su artículo 43° la prohibición de hacer uso indebido de la información privilegiada. Para ello, establece que toda ganancia realizada por directores y gerentes del emisor, así como los directores, gerentes, miembros del comité de inversiones y personas involucradas en el proceso de inversión de las sociedades administradoras, de las sociedades administradoras de fondos de inversión y de administradoras de fondos de pensiones, proveniente de la compra y venta o de la venta y compra, dentro de un período de tres meses, de valores emitidos por el emisor, debe ser entregada íntegramente al emisor o al patrimonio, según corresponda. Cabe precisar que esta situación se encuentra regulada como una presunción iure et de iure en la Ley de Mercado de Valores, por lo que se presupone que los mencionados funcionarios de una entidad emisora poseen información privilegiada y al haber obtenido ganancias derivadas de la transacción de dichos valores, están infringiendo el deber de no hacer uso indebido de la información privilegiada y por lo tanto también son pasibles de las sanciones económicas previstas en el reglamento de sanciones de la SMV, a pesar de haber devuelto las ganancias.

También estipula en su reglamento de sanciones en el mercado de valores, emitido por resolución de superintendencia N° 00035 – 2018 – SMV/01 de fecha 18 de diciembre de 2018, que recomendar la realización de operaciones con valores respecto de los cuales

se tiene información privilegiada, hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada que se posee, así como revelar o confiar información privilegiada a otras personas es una infracción calificada como muy grave; lo cual conlleva a una sanción económica que podría ascender entre 50 y 700 UIT.

Adicionalmente, mediante la novena disposición final de la Ley de Mercado de Valores, se modifica el Código Penal introduciendo el delito de uso indebido de información privilegiada, el cual a la fecha, no ha derivado en ninguna condena ni ha sido materia de denuncia fiscal.

Con la emisión de esta normativa en nuestro país, se había intentado nivelar la asimetría de la información en el mercado de valores y así proteger a los inversionistas que realizan negociaciones en él.

Evidentemente, la finalidad de la normativa buscaba disuadir a las personas, específicamente a los *insiders*, que hagan uso indebido de la información privilegiada para obtener un beneficio económico directo o en favor de terceros.

Sin embargo, dicha finalidad no ha sido alcanzada. No se ha logrado persuadir a los *insiders* de utilizar de forma indebida la información obtenida en una posición de ventaja frente al resto de agentes del mercado de valores, como demostraremos a lo largo del presente trabajo.

A continuación, analizaremos las causas. Para ello iniciaremos por definir qué es lo que la norma entiende por información privilegiada.

## **1.2. El concepto de Información Privilegiada**

De acuerdo a Stucchi (2017), la información privilegiada en el mercado de valores es información que no es ni ha sido de conocimiento público y que se refiere a una entidad emisora de valores, a sus negocios o a los valores mismos. Esta información, para calificar propiamente como privilegiada, debe poseer una notoriedad o importancia tal que sea capaz de ocasionar efectos sobre el precio, la cotización y/o la liquidez de un valor; y, encontrarse solamente bajo el dominio de unas cuantas personas que se encuentran en posición de ventaja frente a quienes desconocen tal información. Usualmente estas personas pueden ser quienes en razón de su cargo, posición, actividad o relación con la respectiva empresa emisora de valores tienen acceso a dicha información de relevancia.



Según el artículo 40° de la normativa de Mercado de Capitales (LMV), se entiende por información privilegiada a cualquier información concerniente a un emisor, a sus negocios o a uno o varias acciones por ellos emitidas o garantizadas, no divulgada al mercado; y cuyo conocimiento público, por su condición, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 34° de la LMV y aquella que se tiene de las operaciones de compra – venta a realizar por un inversionista en el mercado de capitales, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición. Del mismo modo, según lo establecido en el informe 074-2001-EF/94.45, información privilegiada es considerada cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

Dada la dificultad de establecer el nexo causa – efecto al momento del uso indebido de la información privilegiada, la norma ha establecido en su artículo 41° una presunción en el sentido de que, salvo prueba en contrario, se presume que poseen información privilegiada:

- a) Los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como los miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, en su caso;
- b) Los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales;
- c) Los accionistas que individualmente o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales; y,
- d) El cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en los incisos precedentes.

Siendo ello así, la situación en que se da un aprovechamiento de información relevante y no publicada o difundida al mercado por parte de aquel que compra o vende valores de una sociedad que negocia sus valores en Bolsa se denomina *Insider Trading*.

### 1.3. Naturaleza de la responsabilidad

Con relación al punto anterior, es de destacar que las empresas suelen presentar información y solicitar que sea declarada confidencial y se le de el trato de información privilegiada, a datos e información que no necesariamente lo son, como por ejemplo, el nombre de sus gerentes, nombre de directores, entre otros.

El acceso a información privilegiada implica, para quien está en posesión de la misma, la obligación de abstenerse de realizar una serie de actos que se encuentran prohibidos por la LMV. En otras palabras, acceder a información privilegiada *per se* no constituye una conducta ilícita, sino que implica más bien, entre otras, la asunción de una serie de obligaciones de “no hacer”.

Así, basta que quien tenga acceso a información privilegiada (información material y no pública) haga uso indebido de ésta, para que surja una situación de ventaja, dando lugar a un trato inequitativo respecto del resto de inversionistas que no conocen aún dicha información. (Vásquez, 2012, págs. 4 - 5)

Teniendo en cuenta que la LMV prevé que quien tiene información privilegiada debe abstenerse de usarla, y que las decisiones de inversión se adoptan con la información que se posee, se ha establecido que siempre que se realicen operaciones respecto de las cuales se tiene información privilegiada, se incurra en la prohibición de uso prevista en la Ley de Mercado de Valores Peruana. Asimismo, se indica que las sanciones aplicables por infracción a las normas sobre esta materia, se impondrán a las personas que hayan revelado, recomendado o hecho uso de información privilegiada y hayan obtenido una ganancia o evitado una pérdida. Asimismo, se acota que dichas sanciones aplican a todas las personas naturales o jurídicas respecto de información privilegiada obtenida a través de cualquier medio, sea porque les ha sido voluntaria o involuntariamente transmitida, o porque la hubieran obtenido de manera lícita o a través de medios ilícitos, indebidos o fraudulentos. Por lo tanto, la infracción por el uso indebido, recomendación o revelación de información privilegiada es de carácter objetivo, lo que determina que el infractor es responsable, al margen de si actúa con dolo o culpa. (Vásquez, 2012, pág. 5)

Si bien es cierto, el insider que posee información privada de la empresa debe abstenerse de usarla para obtener un beneficio o evitar una pérdida; con lo cual se

ocasiona un claro daño a los terceros que no han tenido esa información por su situación de desventaja respecto a ella, la norma no ha establecido mecanismos suficientemente fuertes y claros para contrarrestar su uso indebido. La norma menciona un listado de personas que podrían ser calificadas como insiders y, a su vez, establece prohibiciones para ellos, pero no se logra obtener un mecanismo efectivo para disuadir a los administrados de hacer uso indebido del insider trading.

El problema se hace evidente en la imposibilidad de determinar la causalidad del acto pasible de sanción, ya que si bien es cierto, la propia norma obliga a los funcionarios de alto rango, como directores y gerentes de una empresa a devolver las ganancias obtenidas por operaciones derivadas de valores emitidos por la sociedad a la que representan, no se regula la situación en concreto de que un tercero, sin conexión alguna de afinidad o parentesco con el insider y con la empresa emisora de valores, haga uso de dicha información. He aquí una de los mayores déficit en nuestra regulación sobre el caso en concreto; debido a que no hay una forma clara para establecer un nexo causa – efecto sobre el uso indebido de la información privilegiada.

#### **1.4. Visión general de la norma peruana**

En nuestra legislación se establece que el insider trading es el uso indebido de la información privilegiada. El uso indebido de esta información está considerado como una acción ilícita y está sancionado por la autoridad administrativa, la SMV, con una multa.

Al leer lo señalado líneas arriba uno puede pensar que la regulación peruana es muy drástica y bastante disuasiva pero esto no es así, ya que el campo de acción de nuestras normas es bastante más restringido que el de otras normas en la materia, como por ejemplo la norteamericana, como desarrollaremos más adelante. Sumado a los vacíos normativos, las dificultades que enfrenta nuestra para establecer la causalidad hacen que en la práctica no se cuente con una herramienta que evite el insider trading.

Nuestra norma señala que los altos funcionarios de la entidad emisora se encuentran obligados legalmente a no difundir la información privilegiada a la que tienen acceso en su calidad de gerentes y directores de la sociedad, así como evitar su uso en beneficio propio o de personas ajenas a la entidad. Si bien es cierto esta

obligación se encuentra establecida para entidades participantes del mercado de valores, según lo estipulado en los artículos del 40 al 43 de la Ley de Mercado de Valores, se entiende que esta obligación de guardar reserva sobre la información privilegiada de una empresa, es aplicable a todas las sociedades en general – coticen o no en Bolsa –, conforme a lo dispuesto por la LGS.

Aún teniendo en cuenta lo mencionado en el párrafo anterior, hay que observar que nuestra norma intenta evitar que la información privilegiada se use indebidamente, únicamente mediante la circunscripción como insider a un grupo reducido de personas como lo son: gerentes, directores, asesores, accionistas y otros pocos señalados en el artículo 41 y 42 de la LMV pero no establece qué sucede y qué responsabilidad asumen los dependientes de estos altos funcionarios o personas ajenas a la entidad emisora, es decir los terceros que hayan tenido acceso a la información privilegiada.

Nuestra norma de mercado de valores tampoco regula el resarcimiento a los agentes afectados directamente por el uso indebido de la información por parte de los insiders o terceros. Únicamente regula que los altos funcionarios devuelvan las ganancias obtenidas por la compra – venta de acciones dentro de los tres meses de emitidos los valores, según lo dispuesto por el artículo 44 de la LMV.

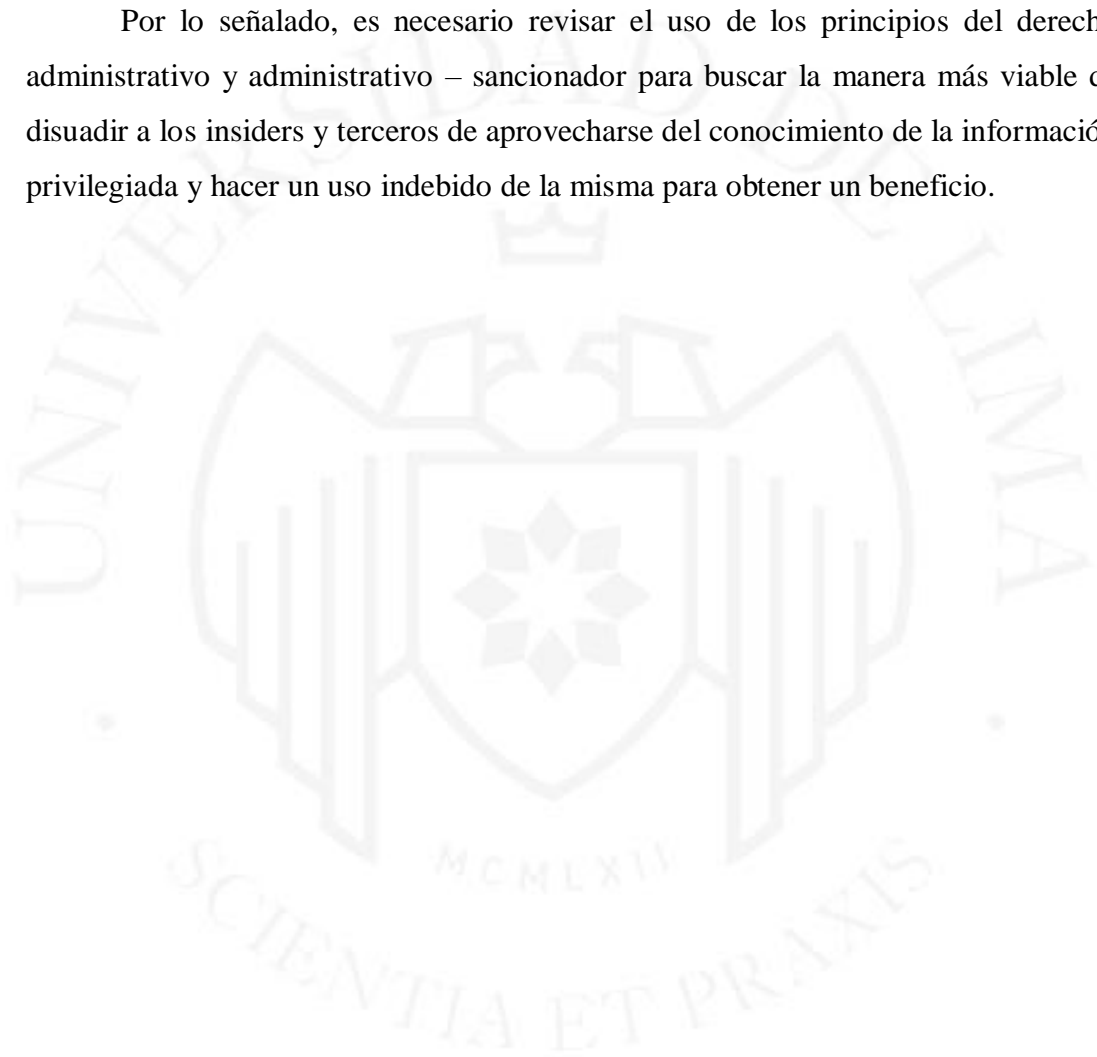
Cómo hemos observado, la legislación nacional deja un vacío en esta parte, dejando en un estado de indefensión a estos agentes que encontrándose en una desventaja informativa, compraron o vendieron acciones y, como consecuencia, sufrieron un grave perjuicio económico – financiero.

Esto, sumado a que nuestro país, cuyo sistema legal se basa en el derecho romano – germánico, no cuente con un sistema de daños punitivos como el del derecho anglosajón, hace que se pierda una gran herramienta para disuadir a los administrados de hacer uso indebido de la información privilegiada, ya que a pesar de incluir una disposición para considerar el insider trading como delito, no se ha logrado la finalidad disuasiva que pretendía; debido a que es extremadamente difícil establecer la causalidad en el caso de uso indebido de información privilegiada y poder imputar a quienes incurran en este tipo de acciones.

Hoy nuestro mercado de valores no es tan influyente a nivel mundial y evidentemente, no se moviliza la misma cantidad de dinero y poder que en otros mercados de valores, pero debemos considerar que nuestro país se encuentra en un

crecimiento económico parejo desde hace varios años y superada la coyuntura mundial durante este 2020, tendrá grandes proyecciones de crecimiento a nivel país; con lo cual nuestro mercado de valores repuntará y crecerá. Para acompañar dicho crecimiento, se requiere una mejor regulación sobre temas que influyen directamente en el valor de las acciones y que podrían dar un giro total en la toma de decisiones para la compra – venta de valores, pudiendo ser, en muchos casos, malas decisiones generadas por la asimetría de la información derivada del uso indebido de la información privilegiada.

Por lo señalado, es necesario revisar el uso de los principios del derecho administrativo y administrativo – sancionador para buscar la manera más viable de disuadir a los insiders y terceros de aprovecharse del conocimiento de la información privilegiada y hacer un uso indebido de la misma para obtener un beneficio.



## **CAPÍTULO II: APLICACIÓN DEL DERECHO ADMINISTRATIVO EN EL MERCADO DE VALORES ANTE LAS SANCIONES SOBRE INSIDER TRADING**

En el presente capítulo se analizará las pautas que se debe tener en consideración para mejorar la norma de la SMV sobre insider trading, de forma tal que sin abandonar los principios del derecho administrativo general y administrativo – sancionador, se obtenga mecanismos eficaces que logren evitar el traspaso de información privilegiada al exterior de la empresa emisora y que terceros, incluso el mismo *insider*, obtengan beneficios económicos o eviten una pérdida con la data interna que les otorgó una ventaja sobre el resto de inversores del mercado de valores.

Asimismo, analizaremos algunos casos en el Perú para verificar si la normativa peruana es lo suficientemente persuasiva y posteriormente la compararemos con la normativa estadounidense.

### **2.1. Principios del Derecho Administrativo en el Perú**

#### **2.1.1. Principio de Legalidad**

Según lo establecido en el artículo IV numeral 1.1 del TUO de la LPAG, DS 004-2019-PCM, el principio de legalidad establece que: *Las autoridades administrativas deben actuar con respeto a la Constitución, la ley y al derecho, dentro de las facultades que le estén atribuidas y de acuerdo con los fines para los que les fueron conferidas.*

Al principio de legalidad, también se le conoce como objetividad normativa, sin embargo existe una disparidad sustancial entre uno y otro concepto, pues la objetividad normativa nos lleva únicamente a la necesidad de acreditar legalmente las disposiciones que se emiten, en tanto que la legalidad es un concepto mucho más amplio por el cual no solo se debe sustentar legalmente el acto administrativo sino que existe la obligación de integrar el derecho, en otras palabras se espera que el acto emitido no solo sea legal, sino que además la norma

legal en la que se sustente, esté integrada dentro del marco normativo general de modo que se actúe con justicia.

Aquí se encuentra una notable influencia del jus naturalismo en el pensamiento del gestor de la ley, pues la norma legal no siempre es una norma justa; ya que el positivismo jurídico ha demostrado suficientemente su impotencia para alcanzar tal objetivo y, lo que es más, ha colocado a la técnica del derecho en la tesitura de dar plena validez jurídica a los atentados contra el hombre con tal de que se revistan del ropaje formal de ley. (Hervada, 1999)

También podemos decir de este principio que recoge los postulados de la doctrina de la Justicia Administrativa, que como bien afirma Fiorini no pretende que la administración pública haga justicia sino simplemente que actúe con justicia. En este sentido la Norma IV del Título Preliminar señala que las autoridades deben actuar con respeto a la Constitución, la Ley y al derecho.

Es de suponerse que la finalidad del procedimiento administrativo es la de emitir el Acto Administrativo, éste para su validez requiere, entre otros, de un requisito esencial: La Legalidad. El acto así emitido no solo debe sustentarse en normas vigentes, debe además integrar el derecho, respetar el ordenamiento constitucional, y ser emitido conforme a las facultades expresas que estén atribuidas al órgano emisor, en caso contrario se incurre en nulidad, ya sea por el contenido ilegal (artículo 10 Inc. 1) o por la incompetencia del órgano emisor, que puede ser por la materia, el grado, el territorio, el tiempo o la cuantía. (Artículo 80 de la LPAG).

Este principio supone que no existen facultades presuntas sino únicamente las que de manera expresa confiere la norma legal a los entes y a los órganos que la conforman, pero además el principio de legalidad exige que estas facultades sean ejercitadas únicamente dentro de los fines que persigue el ente que ejercita una facultad, en consecuencia, un acto ejercitado con arreglo a las facultades que otorga la ley puede ser nulo si este es contrario a los fines que el ente persigue.

Es decir, cada funcionario público debe limitar su actuación a lo señalado en la constitución y la ley, de no hacerlo, sea esto por acción u omisión, estaríamos ante faltas administrativas, civiles y penales.

Precisamente por lo expuesto en este punto es que la norma de la SMV debe contener reglas sólidas y objetivas que sean justas para su fin, el cual es preservar el mercado de valores como tal y la confianza de los inversores para operar en él.

Como se observa en el propio artículo 1 de la Ley de Mercado de Valores, la finalidad de dicha norma es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista. En ese sentido, si no logramos contar con una medida eficaz para evitar la distribución de data interna de una empresa que participa en el mercado de valores, no se podrá lograr la promoción del desarrollo ordenado ni la transparencia en el mismo.

Actualmente, a pesar de diversos intentos, la norma de la SMV no ha podido contrarrestar el hecho que los insiders compartan información privilegiada para su uso y aprovechamiento indebido. Si bien es cierto la norma prevé que los directores y gerentes retornen los ingresos obtenidos, en los tres meses posteriores, por los valores emitidos por la entidad a la cual representan, hay que tener en cuenta que los insiders no solamente pueden ser estos funcionarios de la entidad; con lo cual, se deja un vacío que, en muchos casos, puede generar desprotección e incluso podría ser usado para fines indebidos.

Visto ello, es necesario contar con una norma que ya sea abarque de forma general o a través de diversos supuestos, las medidas necesarias para evitar que los administrados usen indebidamente la información privilegiada obtenida en una posición ventajosa frente al resto de inversionistas que interactúan en el mercado de valores.

### **2.1.2. Principio de Razonabilidad**

Este es un principio al que se conoce también como "proporcionalidad" y está propiamente referido a que las resoluciones deben mantener la debida proporción entre los medios a emplearse y los fines públicos que deben tutelar a fin de que recurran a lo estrictamente necesario para la satisfacción de su cometido.

El origen de este principio lo encontramos en los elementos del Acto Administrativo (causa, objeto, forma y finalidad), concretamente lo encontramos



en el Objeto y es así que la razonabilidad es uno de sus requisitos del Acto Administrativo junto con la licitud, la certeza y determinación concreta, la posibilidad física y, la moral. Este principio postula la adecuación entre medios y fines, de modo que la Administración Pública no debe imponer ninguna carga, obligación, sanción o prestación más gravosa que la que sea indispensable para cumplir con las exigencias del interés público. (Danós Ordoñez, 1998)

Se entiende por facultad a la aptitud o legitimación que se concede a un funcionario para actuar según la competencia del órgano por cuenta del cual externa su voluntad (Martines Morales, 1992)

Se entiende por cometidos a las tareas que el Estado decide reservarse, por medio del orden jurídico las cuales están orientadas a la realización de sus fines. Es decir, son los grandes rubros de la actividad del poder público tendiente a realizar sus fines. Por ejemplo, preservar el ambiente, tutelar a los trabajadores, resolver conflictos entre particulares, prevenir y sancionar conductas delictuosas, regular la actividad económica, etcétera. (Martines Morales, 1992)

En virtud de lo expresado, la sanción a imponerse debe ser más fuerte y debe impedir que el administrado que realice alguna conducta sancionable, la siga ejecutando.

Siguiendo la línea de lo señalado anteriormente, tenemos que la norma de Mercado de Valores prevé una sanción económica a quienes hacen uso indebido de la información privilegiada pero, como abordaremos más adelante, también es difícil establecer el nexo causal para determinar al infractor. En virtud de ello, es que la norma debe tener medidas drásticas y fuertes para no solo evitar que el administrado tenga un beneficio por sobre la sanción, sino que dicha medida evite que el administrado ejecute la acción pasible de sanción.

Hoy, la norma de mercado de valores solo prevé que los directores y gerentes de la entidad emisora de valores puede ser calificados como insiders o que podrían ser los únicos en obtener información que permita influir en el valor de las acciones pero, como ya lo hemos mencionado, no solo ellos pueden obtener tal información sino que también pueden obtenerla trabajadores de dicha institución de menor rango o incluso los asesores externos. Por ello, la norma debe

contener medidas rigurosas y objetivas que disuadan a todos los posibles insiders de hacer uso indebido de la información obtenida.

### **2.1.3. Principio de Causalidad**

La causalidad advierte que la sanción debe recaer sobre la persona que realiza una conducta sancionable. Es decir, la sanción debe recaer sobre el administrado que realizó la conducta tipificada como infracción administrativa.

La doctrina nacional señala que este principio involucra el principio de personalidad de las sanciones, por el cual la asunción de la responsabilidad corresponde a quien incurrió en la conducta prohibida por la ley y, por tanto, no se puede hacer responsable a una persona por un hecho ajeno, sino solo por los propios. Asimismo, implica que para la aplicación de la sanción resulta condición indispensable que la conducta del administrado satisfaga una relación de causa – efecto respecto del hecho considerado infracción; y que además, haya sido idónea para producir la lesión y no tratarse de los casos de fuerza mayor, hecho de tercero o la propia conducta del perjudicado (Gallardo Castillo, 2008).

Como ya lo hemos mencionado al inicio de la presente investigación, en el caso en concreto de insider trading, es bastante difícil establecer el nexo causal para determinar qué persona o personas están haciendo uso indebido de la información privilegiada para obtener un beneficio o evitar una pérdida.

Si bien es cierto, la norma establece que toda ganancia realizada por directores y gerentes del emisor, así como los directores, gerentes, miembros del comité de inversiones y personas involucradas en el proceso de inversión de las sociedades administradoras, de las sociedades administradoras de fondos de inversión y de administradoras de fondos de pensiones, proveniente de la compra y venta o de la venta y compra, dentro de un período de tres meses, de valores emitidos por el emisor, debe ser entregada íntegramente al emisor o al patrimonio, según corresponda, debemos ser conscientes que dicha medida no implica una protección total para evitar el uso indebido de la información privilegiada. Es por ello que para establecer un nexo causal más directo, general y efectivo, debería hacerse extensiva esta presunción a todos los trabajadores de la entidad emisora así como a sus asesores externos. Esta presunción debe ser una *iure et de iure* para

asegurar la protección del mercado de valores, incluida la confianza en los inversores para seguir realizando transacciones en él con total confianza.

Lo señalado anteriormente va en la misma línea de lo expuesto en los principios como legalidad, razonabilidad y predictibilidad; ya que teniendo una norma que abarque un mayor rango de acción ante posibles infracciones de insider trading, va a tenerse una mayor protección para que la información privilegiada se mantenga dentro de la entidad emisora o, en su defecto, habiendo salido de ella, no sea utilizada indebidamente para obtener un aprovechamiento económico.

#### **2.1.4. Principio de Predictibilidad**

La predictibilidad, busca dotar al administrado de la seguridad sobre cuál será el resultado del procedimiento que se va a iniciar, pues por este principio se ha introducido la obligación que tiene la autoridad administrativa de proporcionar informes verídicos, completos, y confiables sobre cada trámite a quienes lo soliciten.

En ese sentido, la información puede ser solicitada por los administrados o sus representantes para que éstos puedan conocer con anticipación el resultado de final que se obtendrá al iniciar un procedimiento predeterminado.

Este principio implica que un administrado debe poder predecir si su trámite va a tener o no éxito. En ello juegan un rol importante los precedentes de observancia obligatoria.

Revisando los alcances de este principio, nos hace tener en consideración que la SMV debe tener una herramienta directa, objetiva y clara que permita cumplir con la propia finalidad de la ley de mercado de valores. Para ello es que la norma debe ser drástica y persuasiva de modo que los agentes puedan operar en el mercado con transparencia y confianza.

Por lo señalado es que la norma debe prever un rango de acción más amplio a nivel de determinar a posibles infractores, quienes harían uso indebido de la información privilegiada, ya que como veremos en el siguiente punto, es extremadamente difícil establecer un nexo causa – efecto para determinar a las

personas que estén ejecutando una acción de insider trading aprovechándose de una información obtenida desde el interior de una entidad emisora.

Por tal motivo, con la finalidad de que el inversor mantenga la confianza para seguir realizando transacciones en el mercado de valores, es indispensable que pueda predecir cómo va a resolver la autoridad administrativa, es decir, la SMV, los casos de uso indebido de información privilegiada. De lo contrario, simplemente dejará de invertir.

Consecuentemente, se expondrán algunos casos presentados en nuestro territorio nacional por la autoridad administrativa, la SMV, para analizar si nuestra legislación posee elementos disuasivos efectivos para evitar que los administrados hagan uso indebido de la información privilegiada. Revisaremos el Caso Fernández Pollán vs TELEFÓNICA DEL PERÚ y el caso EL BROCAL donde observaremos el criterio que utiliza la SMV para resolver y verificar si hace un correcto uso de los principios del derecho administrativo con la finalidad de generar predictibilidad en la forma de resolver y, con ello, generar confianza entre los inversores del mercado de valores.

## **2.2. Casos de Insider Trading en el Perú**

### **2.2.1. Caso Fernández Pollán vs TELEFÓNICA DEL PERÚ**

En 1994, el Estado Peruano y TELEFÓNICA DEL PERÚ suscriben un Contrato de Concesión estableciendo en su Cláusula Quinta un período de concurrencia limitada no mayor a cinco años contados a partir del 16 de mayo de 1994. Posteriormente, luego de diversas negociaciones es que se llega a un acuerdo el 31 de julio de 1998 entre el Estado Peruano y TELEFÓNICA DEL PERÚ para modificar el Contrato de Concesión suscrito en el año 1994 y otorgarle ciertos beneficios a Telefónica.

Con dichas modificaciones se podía prever que las acciones podrían ir al alza pero también se veía que nuevos competidores entrarían el mercado nacional, con lo cual se ocasionaría una baja en el valor de las acciones. Es así que el 03 de agosto de 1998, el Sr. Fernández Pollán, director intermitente de Telefónica, vende 22 775 acciones y con fecha 05 de agosto del mismo año, se emiten los Decretos Supremos 020 – 98 – MTC y 021 – 98 – MTC, mediante los cuales se

disponía el ingreso de nuevos competidores al mercado, evitando así una pérdida considerable de dinero.

Visto ello, mediante resolución N° 021 – 2002 – EF/94.12 se sanciona al Sr. Fernández Pollán con 26 UIT por haber realizado uso indebido de la información privilegiada, según lo señalado por el Tribunal Administrativo de Valores. Asimismo, el tribunal ordenó la devolución de los beneficios obtenidos a Telefónica del Perú. El tribunal utilizó el test de información privilegiada que consiste en analizar los siguientes factores: Factor 1: ¿Califica la información como información privilegiada? Factor 2: ¿Tuvo acceso el agente procesado a información privilegiada? Factor 3: ¿Influyó dicha información en su decisión de compra? Factor 4: ¿Obtuvo un beneficio económico? Luego de realizar el test concluyó que si existían indicios para presumir que el Sr. Fernández Pollán había incurrido en insider trading.

Posteriormente, luego de la apelación del Sr. Fernández Pollán, el directorio de la CONASEV (ahora SMV) expuso que el caso que el Sr. Fernández Pollán sea director de la empresa emisora no determina con certeza que haya hecho uso indebido de la información privilegiada, ya que la comisión de la infracción no puede presumirse sino que debe probarse, de acuerdo a lo estipulado en el principio de causalidad de nuestro derecho administrativo sancionador, regulado en el TUO de la Ley 27444.

Luego de revisar el presente caso, podemos observar claramente lo que habíamos analizado en el presente trabajo. Nuestra autoridad tiene graves problemas para establecer la causalidad en este tipo de casos y adicionado a que no existen herramientas rígidas que permitan disuadir a los administrados de hacer uso indebido de la información privilegiada, se obtienen resultados como el del caso en mención, generando desconfianza en el inversor; ya que no se tiene clara la predictibilidad sobre el accionar de la autoridad administrativa.

### **2.2.2. Caso El Brocal**

AFP Profuturo habría mantenido conversaciones con accionistas de BROCAL con el fin de adquirir acciones de ésta última en rueda de bolsa, y que dichos títulos puedan ser adquiridos por AFPs, esto es, que adquieran la calidad

de “afepeables” y que por ende su valor tendería a subir; información que habría sido de conocimiento de Profuturo, del Sr. De Aliaga en su calidad de Director de Brocal, de Centura como agente de Bolsa que fue contratada para realizar una valorización privada de Brocal, de algunos clientes de Centura, y, de dos empresas clasificadoras de riego.

La Dirección de Mercados Secundarios formuló los siguientes cargos:

- Contra el Sr. De Aliaga; Director de Brocal, por uso indebido de información privilegiada en favor de un cliente suyo (Rider Bay Holding Corp) quien compró 38,484 acciones de Brocal;
- Contra Brocal por no comunicar como hechos de importancia, las negociaciones que venía efectuando con Profuturo, su inicio de proceso de inscripción ante la SBS y su solicitud de otorgamiento de la categoría de riesgo a la SBS; y,
- Contra el agente de bolsa Centura y algunos de sus clientes por hacer uso indebido de información privilegiada en favor propio con la compra de acciones de Brocal.

Los implicados presentaron recurso de apelación y emitieron sus descargos correspondientes, de cuyo resultado, se emitió la Resolución N° 052 – 2008 – EF/94.01.3 del 11 de marzo de 2008, mediante la cual el Tribunal Administrativo de CONASEV resolvió declarar fundada la apelación y los descargos, y disponer el archivo definitivo del expediente administrativo sancionador iniciado contra los implicados; sustentando su posición en que:

- La información pública de Brocal y sus negocios no influyó significativamente en la fuerte alza de sus acciones;
- La información sobre el registro de Brocal en la SBS fue divulgada en el medio masivo internet, y que por tanto el alza en el valor de las acciones se pudo haber basado en la especulación generada entre los inversionistas derivada de la filtración de dicha información en el mercado;
- La información referida al registro de Brocal en la SBS nunca tuvo un carácter concreto, por lo que solo constituyó una posibilidad de que Brocal

pueda ser considerada como instrumento de inversión para alguna AFP, en tal sentido, no constituía información privilegiada; y,

- Las comunicaciones entre Brocal y Profuturo, no tuvieron carácter concreto, pues siempre estuvieron supeditadas a que la SBS aprobara la solicitudes de Brocal para que sus acciones pudiesen ser consideradas como instrumento de inversión para AFPs, por tanto, tales comunicaciones no pudieron haber afectado directa o significativamente en la determinación de su precio, oferta o negociación, pues la variación se habría originado con la sola especulación de los inversionistas que conocieron la intención de Brocal de volver “afepeables” sus acciones.

Como se ha podido observar en el presente caso, el insider trading no tuvo mayor sanción, a diferencia de otros países donde la sanción al insider es drástica; lo cual conlleva a que se vuelvan a cometer infracciones con el uso indebido de la información privilegiada, ya que no se sancionó al insider ni a los terceros.

Si la normativa no contiene un aspecto claro sobre las sanciones aplicables, las personas no van a respetar la normativa de insider; con lo cual podrían presentarse situaciones de riesgo en el mercado, tal y como: desorden económico, abstención a compra – venta de acciones, toma de control de empresas de forma indebida y vulneración de principios de derecho administrativo.

A continuación, revisaremos la regulación de la normativa más drástica sobre insider trading, es decir la normativa estadounidense y analizaremos que mecanismos posee para persuadir a las personas de hacer uso indebido de la información privilegiada.

# **CAPÍTULO III: REGULACIÓN NORMATIVA EN ESTADOS UNIDOS Y APLICACIÓN SANCIONADORA DE LA NORMA EN LOS CASOS DEL INSIDER TRADING**

En este capítulo se revisará la normativa estadounidense, como la legislación más rigurosa en materia de insider trading y se revisará como es que logra tener un efecto lo suficientemente disuasivo como para evitar que los administrados incurran en una acción de insider trading. También revisaremos algunos casos suscitados en el territorio de los Estados Unidos, a fin de revisar cómo es que la Comisión de Bolsa y Valores, SEC por sus siglas en inglés y quien es la autoridad administrativa de ese país, resuelve los casos sobre esta materia generando confianza y predictibilidad en los participantes del mercado de valores estadounidense.

Asimismo, realizaremos una breve comparación entre la legislación peruana y la estadounidense para examinar si nuestra normativa posee la misma efectividad respecto a la persuasión del uso indebido de la información privilegiada o, en su defecto, qué le falta a nuestro cuerpo legal para lograr ese cometido y obtener algunas oportunidades de mejora.

### **3. Regulación del Insider Trading en Estados Unidos**

La regulación del insider trading en Estados Unidos nace como una de las pioneras y, posteriormente, más drásticas del mundo. La regulación sobre este tema se inicia en el año 1934 con la “*Securities Exchange Act*”, norma que regula la negociación de valores en los Estados Unidos y que crea a la comisión de bolsa y valores (SEC conforme a sus siglas en inglés), entidad responsable del correcto uso de la normativa federal de mercado de valores. A pesar de ello, al inicio la normativa no era tan rigurosa y tenía ciertas debilidades que han ido siendo corregidas para convertirse en una de las legislaciones mundiales más estrictas y proteccionistas del correcto uso de la información privilegiada o la no divulgación de la misma para buscar obtener beneficios económicos o evitar pérdidas.



La ley estadounidense sobre insider trading establece que para configurarse este tipo de conducta, se necesitaba que el insider tenga un deber de lealtad con su empleador, es decir con la empresa emisora de valores. Luego, se incluyó la disposición que el insider debía tener también un deber frente a los accionistas y/o socios de la entidad emisora. Así también, mediante la regla 14e – 3 amplió la regulación a los insiders de la empresa oferente, la cual tiene intención de adquirir los valores de la emisora, para que estos no comuniquen la información privilegiada a personas fuera de la esfera de ambas empresas.

Del mismo modo, para evitar la ejecución del insider trading, la norma establece prohibiciones universales contra el engaño y fraude en todas las transacciones realizadas en el mercado de valores mediante la regla 10b5.

En el año 2000, el SEC añadió la Regla 10b5 – 1 que definía “insider trading” en base a la información no pública irrespectivo de si esa información fue o no utilizada para tomar la decisión de efectuar la transacción (Veliotis, 2010).

Se extiende el concepto de “insider trading” para incluir además a aquellas personas con alguna responsabilidad fiduciaria frente a los accionistas de la entidad emisora. Una persona que divulga información privilegiada y material a otra persona se conoce como un “tipper”. La persona que recibe esta información privilegiada y material del “tipper” se conoce como un “tippee”. Consistente con el análisis realizado por la Corte Suprema de los Estados Unidos, un “insider” ha incumplido su responsabilidad fiduciaria al proveer información a otra persona, cuando tiene una motivación de obtener una ganancia personal (Alfonzo Martínez, 2016).

El “tippee” es responsable por haber actuado basado en información material que él o ella sabía o debió haber sabido que no estaba disponible al público en general. El “tipper” es responsable por las ganancias realizadas por el “tippee”. De esta forma, se trata de desalentar que “insiders” provean información que conocen para beneficio de otros. En la eventualidad, que el “tippee” le provea información a otras personas, tanto el “tippee” como el “tipper” original son responsables por las ganancias realizadas por estas otras personas. A las personas que reciban la información de parte del “tippee” son responsables por sus respectivos intercambios si conocían o debieron haber conocido que poseían información material privilegiada (Alfonzo Martínez, 2016).

En el 1984, el Congreso de EU promulgó el “Insider Trading Sanctions Act” (“Insider Trading Act”). El “Insider Trading Act” le permite al SEC obtener una

penalidad civil de hasta tres veces las ganancias ilegales obtenidas o las pérdidas evitadas debido a las actividades de “insider trading”. Esta penalidad o multa es pagadera al gobierno de los EEUU, a través del Departamento del Tesoro (Cheeseman, 2006).

En este sentido, tenemos que si bien es cierto la legislación estadounidense no empezó siendo una norma bastante drástica desde sus inicios, con las modificaciones a ésta y el pasar de los años, lograron mejorarla a tal punto que hoy es probablemente la legislación más rigurosa, respecto a los insider trading, en todo el mundo.

Además, hay que tener en consideración que en Estados Unidos se aplica el denominado derecho anglosajón, el cual posee un sistema de daños punitivos. Este sistema permite a las autoridades imponer sanciones bastante elevadas, monetariamente hablando, para persuadir a las personas que vuelvan a realizar un determinado tipo de conducta. Es por ello que, como detallamos líneas arriba, mediante el “Insider Trading Sanctions Act” se habilitó la posibilidad que la comisión de bolsa y valores de ese país pueda imponer una sanción de hasta tres veces las ganancias o pérdidas obtenidas a raíz de la comisión del uso indebido de la información privilegiada.

Este tipo de modificaciones a la norma, dada la mencionada en el párrafo anterior en 1984, ha permitido que esta norma sea bastante eficiente, eficaz y efectiva logrando la finalidad que debe poseer cualquier norma sobre este tipo de situaciones, la cual es tener un efecto disuasivo y así evitar que los administrados incurran en la comisión de estos actos sancionables por la ley. Con la modificación realizada con el “Insider Trading Sanctions Act”, se ha conseguido que los participantes del mercado de valores piensen dos veces antes de cometer algún acto ilegal, ya que las sanciones a imponer son excesivamente onerosas, teniendo en consideración la cantidad de dinero que se mueve en el mercado de valores respecto a la compra – venta de las acciones de diversas entidades.

Con estas medidas normativas tomadas en Estados Unidos, los administrados tienen confianza de invertir en los mercados de valores de dicho territorio, puesto que la propia legislación genera predictibilidad y con ello los demás agentes del mercado de valores tienen la seguridad de cómo va a resolver la SEC este tipo de situaciones y además tienen en cuenta que la sanción a imponer va a ser totalmente razonable para evitar una nueva comisión de esta acción en el mercado de valores, disuadiendo de esta manera al resto de personas.

Consecuentemente, revisaremos algunos casos en los cuales la SEC resolvió de acuerdo a los puntos señalados en este capítulo, generando confianza y predictibilidad para que a futuro, otros inversores sean conscientes de que se encuentran resguardados legalmente por el propio proteccionismo que otorgan las herramientas legales a la autoridades de los Estados Unidos para velar por el resto de inversores del mercado de valores que no hubiesen poseído la misma ventaja informativa valiéndose de una información no pública y, también, para que los participantes del mercado de capitales sean conscientes del riesgo que corren al realizar esta actividad ilícita.

### **3.1. Casos de Insider Trading en Estados Unidos**

#### **3.1.1. Caso Dirks vs SEC**

En 1973, Dirks era un funcionario de una firma de corredores de bolsa de Nueva York que se especializaba en proporcionar análisis de inversión de valores de compañías de seguros a inversores institucionales.

El 6 de marzo, Dirks recibió información de Ronald Secrist, ex funcionario de Equity Funding Of America. Secrist alegó que los activos de Equity Funding, una corporación diversificada, dedicada principalmente a la venta de seguros de vida y fondos mutuos, se exageraron enormemente como resultado de prácticas corporativas fraudulentas. Secrist también declaró que varias agencias reguladoras no habían actuado sobre cargos similares hechos por empleados de Equity Funding. Instó a Dirks a verificar el fraude y a revelarlo públicamente.

Dirks decidió investigar las acusaciones. Visitó la sede Equity Funding en Los Ángeles y entrevistó a varios funcionarios y empleados de la corporación. La alta dirección negó haber realizado una mala praxis, pero ciertos empleados de la corporación corroboraron los cargos de fraude. Ni Dirks ni su empresa poseían ni negociaban acciones de Equity Funding, pero a lo largo de su investigación divulgó abiertamente la información que había obtenido con varios clientes e inversores. Algunas de estas personas vendieron sus tenencias de valores de Equity Funding, incluido cinco asesores de inversiones que liquidaron acciones por más de 16 millones de dólares americanos.

Mientras Dirks estaba en Los Ángeles, estuvo en contacto regular con William Blundell para escribir una historia sobre las acusaciones de fraude.

Bundell no creía que un fraude tan masivo pasara desapercibido y se negó a escribir la historia. Temía que la publicación con rumores tan dañinos pudiera ser difamatoria.

Durante el periodo de dos semanas en el que Dirks continuó su investigación y difundió los cargos de Secrist, el precio de las acciones de Equity Funding cayeron de 26 dólares por acción a menos de 15 dólares. Esto llevó a que la Bolsa de Valores de Nueva York detuviera sus operaciones el 27 de marzo.

Poco después, las autoridades de seguros de California confiscaron los registros de Equity Funding y descubrieron pruebas del fraude. Solo entonces la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) presentó una queja contra Equity Funding y solo entonces, el 2 de abril, el Wall Street Journal publicó una historia de primera plana basada en gran parte en información recopilada por Dirks. Equity Funding pasó inmediatamente a la quiebra.

La SEC empezó una investigación sobre el rol de Dirks en la exposición del fraude. Después de una audiencia con un juez de derecho administrativo, la SEC determinó que Dirks había ayudado e incitado a la violación de la Ley de Valores de 1933 y diversas normas, como la regla 10b-5, repitiendo las acusaciones de fraude a los miembros de la comunidad inversora que luego vendieron sus acciones de Equity Funding. La SEC concluyó: “Cuando los tippees – independientemente de su motivación u ocupación – llegan a poseer información corporativa importante que saben que es confidencial y saben o deberían saber que provienen de una persona interna de la corporación, deben divulgar públicamente esa información o abstenerse de usarla para la compra – venta de acciones”, siendo este el mismo argumento que se utilizó en el caso *Chiarella vs SEC*; reconociendo que Dirks jugó un papel importante en el fraude masivo de Equity Funding.

Dirks buscó revisión en la Corte de Apelaciones del Circuito del Distrito de Columbia. El Tribunal dictó sentencia contra Dirks “por las razones expuestas por la SEC en su opinión”.

El juez Wright, miembro del tribunal emitió posteriormente una opinión. El Robb estuvo de acuerdo con dicha opinión y el juez Tamm discrepó; ninguno presentó una opinión separada. El juez Wright creía que las obligaciones de los fiduciarios corporativos pasan a todos aquellos a quienes revelan su información antes de que se haya difundido al público en general. Asimismo, el juez Wright concluyó que, como

empleado de un corredor de bolsa, Dirks había violado obligaciones con la SEC y con el público de manera completamente independiente de cualquier otra obligación que adquiriera como resultado de recibir la información.

Revisando el presente caso que data el año 1983, podemos observar que la legislación estadounidense en materia de insider trading nos lleva mucha ventaja. Como se desprende el caso en concreto, se observa que tanto la SEC como el tribunal administrativo, sancionan, luego de evaluar los hechos, a un tercero (conocido como "tippee"); con lo cual, deja en evidencia el proteccionismo que posee esta norma sobre la información privilegiada y la confianza que genera a los demás inversores para participar en el mercado de capitales sabiendo que se encuentra protegido por la autoridad administrativa.

### **3.1.2. Carpenter vs USA**

En el año 1981, Winans se convirtió en reportero del Wall Street Journal y en el verano de 1982 se convirtió en uno de los dos escritores de una columna diaria, "Heard on the Street". Esa columna periodística analizaba acciones o grupos de acciones seleccionadas, otorgando información positiva y negativa sobre esos valores y tomando un punto de vista con respecto a la inversión en las acciones que revisa.

Es así que Winans entrevistó regularmente a ejecutivos corporativos para reunir ópticas interesantes sobre los valores que se remarcarían en las próximas columnas pero, al menos para las columnas en cuestión, ninguna poseía información interna corporativa ni alguna reserva para divulgar información.

La columna "Heard", tenía el potencial de afectar el precio de las acciones que examinó. El Tribunal de Distrito concluyó, sobre la base del testimonio presentado en el juicio, que la columna "Heard" tiene un efecto en el mercado de capitales, aunque sea difícil de valorizar en un caso particular.

La política y práctica oficial de la revista era que, antes de la publicación, el contenido de la columna era información confidencial de la misma. A pesar de la regla, con la que Winans estaba familiarizado, entró en un plan en octubre de 1983 con Peter Brant y el peticionario Felis, ambos relacionados con la firma de corretaje Kidder Peabody en la ciudad de Nueva York, para darles información anticipada sobre el momento y el contenido de la columna "Escuchado". Esto permitió a Brant y Felis y otro

conspirador, David Clark, un cliente de Brant, comprar o vender en función del probable impacto de la columna en el mercado. Las ganancias debían compartirse. Los conspiradores acordaron que el esquema no afectaría la pureza periodística de la columna "Heard", y el Tribunal de Distrito no consideró que el contenido de ninguno de los artículos fuera alterado para promover el potencial de ganancias del plan de negociación de acciones de los peticionarios.

Durante un lapso de cuatro meses, los corredores ejecutaron transacciones previas a la publicación basándose en la información que les proporcionó Winans sobre el contenido de unas 27 columnas periodísticas. Las utilidades netas de estas operaciones fueron de más o menos \$ 690,000.00.

En noviembre de 1983, las correlaciones entre los artículos "Heard" y el comercio de las cuentas de Clark y Felis se observaron en Kidder Peabody y comenzaron las investigaciones. Brant y Felis negaron conocer a nadie en el Journal y tomaron medidas para ocultar los intercambios. Posteriormente, la SEC inició una investigación. Las preguntas fueron respondidas negativamente tanto por los corredores de Kidder Peabody como por Winans en el Journal. A medida que avanzaba la investigación, los conspiradores se pelearon y el 29 de marzo de 1984, Winans y Carpenter acudieron a la SEC y revelaron todo el plan. Brant, que se había declarado culpable en virtud de un acuerdo de culpabilidad, fue testigo del Gobierno.

El Tribunal de Distrito determinó, y el Tribunal de Apelaciones estuvo de acuerdo, que Winans había violado a sabiendas un deber de confidencialidad al apropiarse indebidamente de información previa a la publicación relacionada con el momento y el contenido de la columna "Heard", información que se había obtenido en el transcurso de su empleo bajo el entendimiento de que no se revelaría antes de la publicación y que, de ser así, lo informaría a su empleador. Fue esta apropiación de información confidencial la que trasciende tanto a las leyes de valores como a los cargos de fraude postal y electrónico. Con respecto a los cargos 10b, los tribunales a continuación sostuvieron que la violación deliberada del deber de confidencialidad de Winans y el ocultamiento del esquema fue un fraude y un engaño en el Diario. Aunque la víctima del fraude, la Revista, no era un comprador o vendedor de las acciones negociadas ni tampoco un participante del mercado, se consideró que el fraude estaba "relacionado con" una compra o venta de valores en el sentido del estatuto y la regla.

Los tribunales razonaron que el único propósito del esquema era comprar y vender valores con una ganancia basada en información anticipada del contenido de la columna.

Los tribunales a continuación rechazaron la presentación de los peticionarios, que es una de las dos preguntas que aquí se presentan, de que no se puede imponer responsabilidad penal a los peticionarios en virtud de la Regla 10b-5 porque el periódico es la única presunta víctima de fraude y no tiene interés en los valores negociado.

Al afirmar las condenas por fraude postal y electrónico, el Tribunal de Apelaciones dictaminó que Winans se había apropiado indebidamente de "propiedad" de manera fraudulenta en el sentido de los estatutos de fraude electrónico y postal y que su revelación había perjudicado al Journal.

Este caso es otro donde se observa la rigurosidad de la legislación de los Estados Unidos sobre el uso indebido de la información privilegiada. Podemos observar claramente como un tercero, ajeno a la entidad emisora pero con el poder de influir en el valor de las acciones, debido a su columna periodística, pretendió aprovecharse de esta ventaja para obtener ganancias en el mercado de valores. Efectivamente, la autoridad administrativa logró descubrirlos y sancionarlos a pesar que no tenía un deber fiduciario directo con la empresa emisora de las acciones y a pesar de que la revista no participaba y no tenía injerencia en los negocios de las acciones en concreto, materia de compra – venta, y que sirvieron para que Winans obtuviera ganancias ilícitas junto con sus cómplices.

Nuevamente se observa que las herramientas que tienen las autoridades estadounidenses son bastante efectivas y permiten mantener la confianza de los inversores, ya que siempre va a existir una predictibilidad respecto de la forma de resolver de las autoridades estadounidenses.

### **3.2. Resumen comparativo entre Estados Unidos y Perú sobre la regulación de Insider Trading**

Luego de analizar ambas normas y tomando como referencia algunos pilares para la protección de la información privilegiada y su uso indebido, tenemos que ambas legislaciones regulan la prohibición del insider trading, regulan un monto de reparación, siendo que en la legislación nacional esta reparación se entiende como la devolución de las ganancias obtenidas reguladas en el artículo 44 de la LMV, y también ambas legislaciones regulan el presente tema en su legislación penal, es decir que el insider trading es considerado un delito.

Por otro lado hay que tener en cuenta que la norma estadounidense, ley federal, estatal y administrativa, incluye a los terceros o tippees ampliando con esto el rango de protección de la norma para evitar que los propios insiders o los tippees hagan uso indebido de esta información para obtener un provecho económico. También regula la reparación a los agentes afectados por la comisión del insider trading, teniendo en cuenta lo señalado anteriormente que Estados Unidos posee un sistema de daños punitivos que permite a la autoridad imponer sanciones excesivamente drásticas, desde el punto de vista económico, para persuadir a otros agentes que hagan uso indebido de la información privilegiada.

Los puntos señalados en el párrafo precedente, no se encuentran regulados por la legislación peruana, lo que conlleva a que tenga mayores vacíos y que los administrados se puedan aprovechar de esto para la comisión del insider trading sabiendo que no existe una predictibilidad sobre lo que va a resolver la autoridad administrativa, lo cual genera desconfianza en el resto de inversores, y sabiendo que no va a existir una razonabilidad en la imposición de sanciones sencillamente por la razón que no se tiene un amplio campo de protección como el estadounidense.

De los casos expuestos tanto en el capítulo II como en el capítulo III, podemos concluir que la legislación peruana no es efectiva para persuadir del uso indebido de la información privilegiada. Observamos que en los dos casos expuestos que tienen lugar en el Perú, los imputados no fueron sancionados y lograron desvirtuar las imputaciones, a pesar de haberse presentado hechos concretos que evidenciaban que personas con calidad de “director” obtuvieron beneficios directos, como en el caso Fernández Pollán y a favor de terceros, caso El Brocal; ya que luego de revisar el test para determinar la comisión de insider trading, era evidente que en ambos casos se había aprovechado de la información privilegiada para obtener un beneficio directo o a favor de terceros.

Por el contrario, en los casos estadounidenses, teniendo en consideración que datan de los años 80, si se logró sancionar a los imputados a pesar de que las personas que se aprovecharon de la información privilegiada, para obtener un beneficio, fueron terceros y no lo que se podría conocer como “insider” propiamente, según lo señalado en el listado establecido en la LMV peruana.

En ese sentido, se puede determinar con claridad que la legislación peruana se encuentra bastante atrasada y no posee efectividad para disuadir a los administrados de



incurrir en insider trading. La legislación estadounidense tiene un rango de acción más amplio que le permite sancionar no solo a los propios insiders sino también a los tippees o terceros que, en la mayoría de casos, son quienes se valen de esta información para obtener un beneficio económico o evitar una pérdida, tal y como lo hemos podido apreciar.

Visto ello, a continuación revisaremos algunas oportunidades de mejora en nuestra legislación para llegar a la finalidad persuasiva que tiene la norma de los Estados Unidos y con ello generar predictibilidad y confianza en los inversores del mercado e valores.

### **3.3. Oportunidades de mejora en nuestra legislación nacional**

Luego de haber analizado la legislación peruana y la estadounidense, tenemos que nuestra legislación es bastante débil comparada con la de su par norteamericano; es por ello que es necesario mejorarla y reforzarla para que sea igual o más drástica que esta última y consiga la finalidad resaltada a lo largo del presente trabajo, la cual es disuadir del uso indebido de la información privilegiada.

Como ya hemos visto, nuestra legislación no regula la responsabilidad respecto de los tippees o terceros y es algo que sí debería hacer. Nuestra norma, para que sea más efectiva, debe tener un rango de acción más amplio respecto de las personas que pueden ser sancionadas por insider trading. Al incluir a los terceros, evidentemente se reduce la posibilidad que más personas hagan uso de la información obtenida a la interna de una entidad emisora.

Para que lo anterior sea más efectivo, es necesario regular más presunciones iure et de iure dentro de la normativa de Mercado de Valores respecto de quiénes se presume que poseen información privilegiada. Lo ideal es que la norma presuma que todos los trabajadores de la entidad emisora poseen la información privilegiada, también sus asesores externos, abogados o personal tercerizado o intermediado, así como las empresas tercerizadoras e intermediadores que brindan servicios a la entidad emisora. Esto último en base a que hasta el trabajador de limpieza (tercerizado o intermediado) podría encontrar un documento en la mesa del directorio donde se observe una acción o inacción de la empresa y que dicha información pueda influir en el valor de la acción de la entidad.

Ampliar la norma respecto a lo contenido en el párrafo anterior, reduce radicalmente la posibilidad de que se haga uso indebido de la información privilegiada, debido a que va a ser más sencillo para la SMV determinar a los infractores que incurran en una actividad de insider trading.

Por otro lado, así como es necesario ampliar el listado de personas que poseerían información privada de la empresa, es igual de necesario ampliar la presunción iure et de iure contenida en el artículo 44 de la LMV que establece que los directores y gerentes deben devolver las ganancias obtenidas por la compra – venta de las acciones, dentro de un periodo de tres meses de emitidos los valores. El listado de personas que deben devolver las ganancias debe ser ampliado a los mismos señalados en el párrafo anterior, es decir a todos los trabajadores de la entidad emisora, así como sus asesores externos y personal tercerizado o intermediado. Del mismo modo, es necesario ampliar el plazo estipulado a por lo menos seis meses, para darle mayor oportunidad a la autoridad administrativa y a la entidad emisora de recuperar el valor de la ganancia o pérdidas obtenidas por los insiders o terceros que se valieron de la información privilegiada para ello.

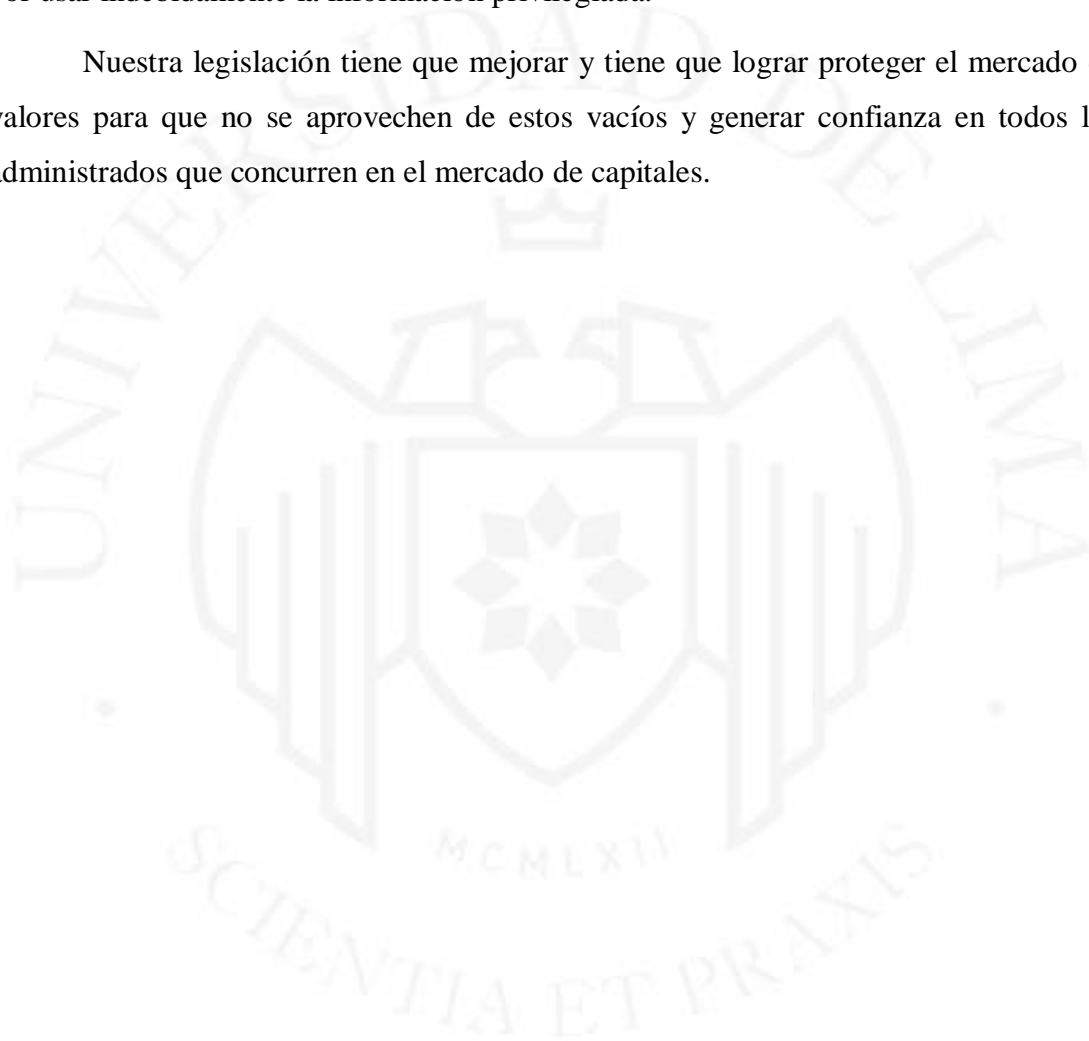
Asimismo, es preciso incluir la reparación a los agentes afectados dentro de la norma administrativa de Mercado de Valores, ya que estas personas podrían quedar en estado de indefensión al haber perdido dinero por la desventaja informativa. Con este mejoramiento de la norma, se implementará un mecanismo adicional para persuadir a las personas del uso indebido de la información privilegiada.

Siguiendo en esa misma línea, es necesario que la autoridad SMV establezca una penalidad por el aprovechamiento de información privilegiada para obtener un beneficio económico o evitar una pérdida, además de la multa ya establecida por la entidad administrativa. Ello conllevaría a un reforzamiento de la norma y de la finalidad persuasiva de la misma, evitando así que se cometa una acción de insider trading con facilidad.

Todas estas mejoras darán mayores herramientas a la SMV para sancionar por esta actividad ilícita y otorgará una mayor seguridad respecto de los participantes del mercado de valores, así como predictibilidad al resto de administrados sobre cómo la autoridad administrativa resuelve este tipo de casos.

En la actualidad nuestro mercado de valores no es influyente a nivel mundial pero hay que tener en cuenta que nuestro país está en constante crecimiento, lo que conlleva a una mayor responsabilidad en regular este tipo de situaciones para evitar grandes fraudes no solo a nivel empresarial sino a nivel personal, ya que cada acción tiene una consecuencia directa; es decir, por cada ganancia obtenida con información privilegiada se produce una pérdida por otro lado, debido a que alguien pudo haber vendido sus acciones a un mayor precio por no tener una ventaja informativa (que si tuvo otra persona por usar indebidamente la información privilegiada).

Nuestra legislación tiene que mejorar y tiene que lograr proteger el mercado de valores para que no se aprovechen de estos vacíos y generar confianza en todos los administrados que concurren en el mercado de capitales.



## REFERENCIAS

- Alfonzo Martínez, O. (2016). Requisitos y reglas de Insider Trading en los Estados Unidos. Contabilidad 360. Recuperado de <https://contabilidad360.wordpress.com/2016/09/07/requisitos-y-reglas-de-insider-trading-en-los-estados-unidos/>
- Cheeseman, H. R. (2006). Essentials of Business and Online Commerce Law (1st ed.). Pearson Education.
- Danós Ordoñez, J. (1998). Las resoluciones que ponen fin al procedimiento administrativo: las llamadas resoluciones que causan estado. En: Revista Academia de la Magistratura (p. 207 – 219).
- Gallardo Castillo, M. (2008). Los principios de la potestad sancionadora: teoría y práctica (1ª ed).
- Gil Vásquez, L. (2012). Uso De Información Privilegiada y Manipulación de Mercado en el Perú. En Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores RIMV 36/2012.
- Hervada, J. (1999). Introducción crítica al derecho natural (1ª ed). Universidad de Piura.
- Martínez Morales, R. (1992). Derecho Administrativo 1er Curso. Las funciones del Estado. Harla.
- Stucchi, P. (2017). ¿Qué relación tiene la información privilegiada con la obligación de divulgar hechos de importancia?. Reglas de Juego. Recuperado de <https://gestion.pe/blog/reglasdejuego/2017/11/que-relacion-tiene-la-informacion-privilegiada-con-la-obligacion-de-divulgar-hechos-de-importancia.html/>
- Veliotis, S. (2010). Rule 10b5-1 Trading Plans and Insiders' Incentive to Misrepresent. American Business Law Journal, 47(2), 313-359.