



MAESTRIA EN CIENCIAS

MENCIÓN: DERECHO CIVIL Y COMERCIAL

TESIS

**LA LESIÓN DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS EN EL PERÚ
COMO EFECTO GENERADO POR LA CONDUCTA INDEBIDA
DEL *INSIDER TRADING*
EN LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA.**

Por:

Homero Absalón Salazar Chávez

Asesor:

Reynaldo Tantalean Odar

Cajamarca, Perú

Marzo de 2014

A DIOS, por su grandeza y protección permanente.

A MI FAMILIA, por el apoyo incondicional
en este noble esfuerzo de ser mejor cada día.

LISTA DE ABREVIATURAS

- . BCR Banco Central de Reserva del Perú.
- CONASEV Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
- SMV Superintendencia de Mercado de Valores
- . SBS Superintendencia de Banca y Seguros
- SUNARP Superintendencia Nacional de los Registros Públicos
- . OPA Oferta Pública de Adquisición.
- CONST. Constitución Política del Perú.
- LEY GRAL. Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.
- C.C. Código Civil.
- L.G.M. Ley de Garantía Mobiliaria.
- L.G.S. Ley General de Sociedades.
- C. DE C. Código de Comercio.
- L.M.V. Ley del Mercado de Valores.
- L. DE T.V. Ley de Títulos Valores.
- LG.S.C. Ley General del Sistema Concursal.
- L.O.B.C.R. Ley Orgánica del Banco Central de Reserva.
- L.O. SMV Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores.
- L.M.V. Ley de Mercado de Valores del Perú
- R.U.U. Reglas y Usos Uniformes recopilados por la Cámara de Comercio Internacional

- DECISIÓN 292. Comisión del Acuerdo de Cartagena: Reglamento Uniforme para Empresas Multinacionales Andinas.
- D.LEG. Decreto Legislativo.
- D.L. Decreto Ley.
- D.S. Decreto Supremo.
- D.U. Decreto de Urgencia.
- REGL. Reglamento.
- R.S. Resolución Suprema.
- R.M. Resolución Ministerial.
- RES. Resolución.
- DISP. F. Y C. Disposición Final y Complementaria.
- DISP. TRAN. Disposición Transitoria.
- T.P. Título Preliminar.

Glosario

Acciones comunes: Son valores emitidos por empresas constituidas como sociedades anónimas que otorgan algunos derechos a sus propietarios, como participar en el capital y utilidades de la empresa, votar en las juntas generales de accionistas, fiscalizar la gestión de los negocios de la empresa, entre otros.

Acciones liberadas: Son aquellas acciones que se emiten y entregan de forma proporcional al número de acciones de cada propietario y surgen cuando la junta general de accionistas de la empresa acuerda capitalizar las utilidades o las reservas, es decir reinvertirlas en la empresa y a cambio entregar acciones.

BVL - EXS (Sistema de Negociación Electrónico): Es un mecanismo que se ha desarrollado para facilitar la realización de operaciones en la Bolsa de Valores de Lima. Mediante este sistema se permite a los intermediarios bursátiles (SAB's) ingresar sus propuestas y realizar las transacciones de compra y venta de valores desde sus oficinas y a los inversionistas consultar en tiempo real cómo se va desarrollando la oferta y la demanda.

CAVALI S.A. I.C.L.V: Es una sociedad anónima especial por resolución N° 358-97-EF/94.10, cuya finalidad es registrar valores que han sido convertidos en registros computarizados o anotaciones en cuenta (desmaterializados) y realizar la liquidación de operaciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Lima, es decir, recibir los valores del vendedor y el dinero del comprador, y entregar los valores al comprador y el dinero al vendedor.

Capitalización bursátil: Es el valor de mercado (en términos monetarios) de una empresa que tiene sus valores inscritos en la Bolsa de Valores. La capitalización

bursátil sirve también para medir el tamaño de un mercado bursátil, a partir de la suma de las capitalizaciones bursátiles de todas las empresas inscritas.

Colocaciones: Préstamos realizados por una institución financiera a un agente económico, su forma más común es mediante un avance en cuenta corriente.

Cotización: Precio al cual se compra y vende públicamente en el mercado las mercancías, los valores y efectos públicos o mercantiles.

Desmaterialización: Es la conversión de certificados o documentos físicos que representan un valor emitido por una empresa, en registros computarizados o anotaciones en cuenta.

Insider Trading: Es la negociación en el mercado de valores haciendo un uso indebido de información privilegiada. Los iniciados son jugadores de ventaja que negocian sin asumir el riesgo del mercado. Llamamos iniciados a los que poseen la información privilegiada, habitualmente los administradores de las sociedades cotizadas y quienes les prestan servicios de inversión o de asesoría.

Emisor: Son todas aquellas empresas o entidades gubernamentales que emiten valores con la finalidad de obtener dinero para financiar sus actividades.

Especulación: Operación que consiste en aprovechar las fluctuaciones naturales de la oferta y la demanda con el fin de obtener beneficios de corto plazo.

Estados Financieros Auditados: Información financiera auditada requerida por la Superintendencia del Mercado de Valores, correspondiente a cada ejercicio económico anual, de las empresas que realicen oferta pública de valores mobiliarios o tengan valores inscritos en Bolsa y aquéllas que soliciten autorización para su inscripción en Bolsa o desean realizar oferta pública, administrar fondos colectivos, así como los que se encuentren organizados bajo la Ley General de Sociedades.

Fondo de garantía: Fondo que se destina a los clientes de los corredores para la reposición de títulos valores mobiliarios negociados en la Bolsa por daños, consecuencias de acto culposo o dolos de responsabilidad de esas instituciones.

Fondo mutuo: Patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los partícipes o aportantes.

Hechos de importancia: Información que las empresas están obligadas a dar a conocer al mercado a través de la Bolsa de Valores de Lima y la Superintendencia del Mercado de Valores, debido a que puede influir en la cotización de sus valores.

Incatrack: El certificado de participación-Incatrack es un ETF (Exchange Traded Fund) que se negocia en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) como cualquier otra acción. Los ETF's son instrumentos de renta variable que replican un índice bursátil, por lo tanto, el Incatrack busca replicar el rendimiento que obtenga el Índice Nacional de Capitalización (INCA).¹

Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL): Es un indicador que mide el comportamiento del mercado bursátil y sirve para establecer comparaciones respecto de los rendimientos alcanzados por los diversos sectores (industrial, bancario, agrario, minero, de servicios públicos, etc.) participantes en la Bolsa, en un determinado período de tiempo. Se determina a partir de una cartera formada por las acciones más significativas de la negociación bursátil, seleccionadas con base en su frecuencia de negociación, monto de negociación y número de operaciones.

Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL): Es un indicador que mide las variaciones en las cotizaciones de las acciones más representativas de la

¹ Participación en la Bolsa de Valores, <http://www.bvl.com.pe/incatrack/index.htm>.

Bolsa de Valores de Lima y permite mostrar la tendencia del mercado bursátil en términos de los cambios que se producen en los precios de las acciones.

Índices bursátiles: Indicadores que expresa la tendencia promedio de los valores más representativos de un mercado bursátil.

Liquidación: Operación que consiste en la entrega de títulos por el vendedor y de dinero por el comprador.

Mercado a la baja: Comportamiento que se observa en el mercado por el cual, ante una mayor oferta de valores, se produce una caída generalizada en las cotizaciones.

Mercado al alza: Comportamiento que se observa en el mercado por el cual, ante una mayor demanda de valores, se produce un incremento generalizado en las cotizaciones.

Mercado Bursátil: Organización formal del mercado de valores propia de las Bolsas de Valores.

Mercado de Capitales: Es el conjunto de instituciones, instrumentos financieros y canales que hacen posible el flujo de capitales desde las personas que ahorran hacia las que invierten. El mercado de capitales se orienta hacia el mediano y largo plazo.

Mercado de Valores: Segmento del mercado de capitales, al que concurren ofertantes y demandantes de valores mobiliarios, en donde se transan valores negociables desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título, en que intervienen unidades deficitarias o superavitarias actuando como intermediarios los bancos, instituciones financieras y la bolsa de valores a través de sus agentes de intermediación. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario.

Mercado Primario: Es el proceso de venta inicial de una emisión de títulos valores, también conocido como colocación primaria, es decir, es aquel donde se colocan y negocian por primera vez los títulos que se emiten.

Mercado Secundario: Es aquel donde los instrumentos financieros o los títulos valores que se han colocado en el mercado primario son objeto de negociación. El mercado secundario les da liquidez a los valores existentes. Generalmente, estas negociaciones se realizan en las Bolsas de Valores.

Oferta Privada: Es aquella en la que no se emplean medios masivos de difusión. Van dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales, o son valores cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo es igual o superior a S/. 250,000.00.

Oferta Pública: Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.

Oferta Pública de Adquisición (OPA): Es aquella oferta que efectúan una o más personas naturales o jurídicas a los accionistas de una compañía inscrita en Bolsa, con el propósito de adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad determinada de sus acciones, para alcanzar una participación significativa en dicha compañía, o incrementar la ya alcanzada.

Oferta Pública de Venta (OPV): Es aquella oferta que efectúan una o más personas naturales o jurídicas, con el objeto de transferir al público en general o a determinados segmentos de éste, valores previamente emitidos o adquiridos.

Oferta Pública Primaria: Es la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas.

Oferta Pública Secundaria: Es aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. Constituyen ofertas públicas secundarias, entre otras, la oferta pública de adquisición, la oferta pública de compra, la oferta pública de venta y la oferta de intercambio.

Operación Extrabursátil: Son las operaciones que se efectúan con valores inscritos en la Bolsa pero que se realizan fuera de Rueda de Bolsa. En estas operaciones se requiere la intervención de una sociedad agente quien es la encargada de certificar la transacción y liquidación oportuna de las operaciones con indicación de la cantidad, precio y la fecha en que tuvo lugar la operación.

Operación Bursátil: Transacción de valores realizada por una Sociedad Agente en la Bolsa de Valores de Lima, de acuerdo con las indicaciones de los que desean comprar y vender.

Orden: Documento en el que se registran las instrucciones (cantidad y precio, entre otros) que el inversionista da a la Sociedad Agente de Bolsa o al Agente de Bolsa para la compra y venta de valores.

Propuesta: Precio orden de compra o venta un valor ingresada al sistema de negociación por alguna de las Sociedades Agentes de Bolsa.

Renta variable: Es cuando se compra una acción y la inversión se determina por las utilidades que obtiene la empresa, así como las posibles variaciones en el precio de la misma, según las condiciones existentes en el mercado.

Renta fija: Es el rendimiento de un título-valor, fundamentalmente obligaciones, cuya remuneración está predeterminada en el momento de la emisión, normalmente en forma de interés.

Riesgo: Probabilidad de pérdida de capital que se afronta al tomar decisiones de inversión o ejercer una actividad empresarial.

Rueda de Bolsa: Es la sesión diaria en la que se negocian los valores previamente inscritos en la CONASEV y la Bolsa.

Sistema de Negociación Electrónico (BVL-EXS): Es un mecanismo que se ha desarrollado para facilitar la realización de operaciones en la Bolsa de Valores de Lima. Mediante este sistema se permite a los intermediarios bursátiles (SAB's) ingresar sus propuestas y realizar las transacciones de compra y venta de valores desde sus oficinas y a los inversionistas consultar en tiempo real cómo se va desarrollando la oferta y la demanda.

Sociedad Agente de Bolsa (SAB): Es el intermediario del mercado bursátil autorizado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) que está encargado de realizar las operaciones de compra y venta que los inversionistas solicitan; a cambio, cobra una comisión que es determinada libremente por cada una de ellas en el mercado.

Valores: Títulos, certificados o documentos emitidos por una empresa que otorgan derechos a sus poseedores, y que son libremente transferibles. Pueden ser acciones, bonos, letras hipotecarias, instrumentos de corto plazo, etc.

RESUMEN

En los últimos años, una de las cuestiones objeto de debate, por los doctrinarios especializados en el estudio y análisis del mercado de valores peruano, específicamente de la transparencia de las transacciones realizadas, es la lesión de los derechos de los accionistas en el mercado de valores en el Perú como efecto generado por la conducta indebida del *insider trading* en la aplicación de la política económica, conducta que influye también en la transparencia de la información privilegiada nuestro mercado de valores. Como se sabe, la información privilegiada ocupa un rol protagónico exclusivo en la efectividad de la transparencia del mercado de valores, al ser una información proporcionada por el emisor respecto de sus negocios o de uno o varios valores por él emitidos o garantizados, no divulgados al mercado y cuyo conocimiento público es capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Es así que la conducta indebida del *Insider Trading* se manifiesta al revelar o confiar dicha información a otras personas antes de que ésta se divulgue al mercado incumpliendo con todos los procedimientos establecidos de acuerdo a ley, permitiéndose este protagonista, recomendar la realización de operaciones con valores respecto de las cuales se tiene información privilegiada, haciendo uso indebido, valiéndose directa o indirectamente de la misma, en beneficio propio o de terceros.

Por ello, considerando que en el mercado de valores es primordial el desarrollo del principio de transparencia aplicado en todas sus estructuras, y viéndose este empañado por la actuación del *Insider Trading*, se hace necesario conocer la aplicación del marco de actuación que la normatividad y la doctrina establecen para este principio, a fin establecer que el efecto generado por la conducta realizada por el *Insider Trading* lesiona los derechos de los accionistas en el Perú, disminuyendo la transparencia de las negociaciones en el

mercado de valores peruano. Así, después de hacer una investigación y análisis sobre el uso indebido de la información privilegiada y lo establecido en nuestra actual legislación sobre el mercado de valores, se debe generar el fortalecimiento de la transparencia del mismo, lo que permitirá a las autoridades pertinentes como la Superintendencia del Mercado de Valores del Perú, SBS, Banco Central de Reserva del Perú, etc., identificar a los *Insider Trading* quienes con su conducta indebida en las negociaciones, lesionan los derechos de los accionistas en el Perú así como la aplicación del principio de transparencia en nuestro mercado de valores.

ABSTRACT

In recent years, one of the issues under discussion, for the doctrinaire specializing in the study and analysis of the Peruvian stock market, specifically the transparency of transactions, is the misuse of inside information by the Insider Trading, behavior influences the transparency of insider stock market in Peru. As is known, the insider occupies a unique leading role in the effectiveness of market transparency, information to be provided by the issuer regarding its business or one or more securities issued or guaranteed by him, not disclosed to public market and whose knowledge is able to influence liquidity, price or market price of the securities issued. Thus, the Insider Trading misconduct occurs or trust by revealing that information to others before it is disclosed to the market, complying with all procedures according to law , allowing the protagonist, recommend conducting transactions values for which information is privileged, misusing, directly or indirectly using the same, to benefit themselves or others.

Therefore, considering that the primary market is the development of the principle of transparency applied to all structures, and seeing this tarnished by the actions of Insider Trading, it is necessary to know the application of the framework that the regulations and doctrine established to this principle, to establish that the conduct by the decreasing influence Insider Trading transparency in the negotiations in the Peruvian market. So, after doing some research and analysis on the misuse of privileged information in the Peruvian market, taking into account the provisions in our current legislation the stock market, you must generate the strengthening of transparency in the market Peruvian stock, allowing the relevant authorities

(Superintendence of securities Market Peru, SBS, Bank Central de Reserve of Peru, etc.) Insider Trading identify who introduce their misconduct in the negotiations that take place in our stock market and the principle of transparency in the Peruvian market.

CONTENIDO

AGRADECIMIENTOS	I
LISTA DE ABREVIATURAS	II
GLOSARIO	IV
RESUMEN	XI
ABSTRACT	XIII
INTRODUCCION	1
 CAPÍTULO I: ASPECTOS METODOLÓGICOS	
1. Generalidades	5
1.1. Plan de Investigación	6
1.1.1 Problemática a investigar	6
1.1.2. Formulación del Problema	8

1.1.3. Justificación	9
1.1.4. Tipo de Investigación	12
1.1.5. Objetivos	12
1.1.6. Hipótesis	13
1.1.7. Métodos	13
1.1.8. Técnicas e Instrumentos.....	14
1.1.9. Unidad de Análisis y muestra	15

**CAPITULO II: EL INSIDER TRADING Y LA TRANSPARENCIA
EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO**

2. El Mercado de Valores en el Perú

2.1. Nociones Previas	16
2.2. Noción de Mercado de Valores en el Perú	18
2.3. Principios Inspiradores del Mercado de Valores	24
A. Principio de Transparencia Informativa	24

B. Principios de Protección al Inversor	27
C. Principio de Igualdad	29
D. Principio de Comportamiento Leal de los Intermediarios	29
2.4. Funciones del Mercado de Valores	30
2.5. La Oferta en el Mercado de Valores	33
2.5.1. Naturaleza Jurídica de la Oferta y Oferta Pública	33
2.5.2. Oferta Pública de Valores Mobiliarios	34
2.5.3. Oferta Privada de Valores Mobiliarios	40
2.6. Mecanismos de Supervisión de la Información	43
2.6.1. La Superintendencia de Mercado de Valores.....	43

**CAPITULO III: EL INSIDER TRADING Y SU COMPORTAMIENTO
EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO**

3.1. Generalidades	51
3.2. Concepto de Insider	52
3.3. Concepto de Insider Trading	53
3.4. Naturaleza de Insider Trading	55
3.5. Argumentos a favor y en contra del Insider Trading	60

3.6. El Insider Trading en la Legislación Comparada	70
3.6.1. La Comunidad Internacional y sus esfuerzos para combatir el Insider Trading.....	79
3.7. Protección al Inversionista en el Mercado de Valores	82
3.8. Protección que ofrece el Mercado	84
a) Protección en la Información	86
b) Protección en las Operaciones de Compra y Venta	89
c) Protección en la transferencia de valores.....	96
d) Otros mecanismos de protección	97
e) Instancias para la solución de controversias o reclamos	101
3.9. La Responsabilidad Civil frente a una conducta indebida del <i>Insider Trading</i> .	
3.9.1. Aspectos Generales	102
3.9.2. Funciones de la Responsabilidad Civil	103
3.9.3. Elementos de la Responsabilidad Civil	104
3.9.4. Las consecuencias dañosas que pueden ser objeto de resarcimiento	106
3.10. Conductas del Insider Trading que generan consecuencias de Tipo Penal.	
3.10.1. Nociones Generales.....	107
3.10.2. Bien Jurídico Penal Protegido.....	109
3.10.3. Tipo de lo injusto	111
3.11. La Transparencia en el Mercado de Valores.	

3.11.1	Nociones Previas.....	115
3.11.2.	Concepto.....	117
3.11.3.	Transparencia en la Información	119
3.11.4.	Obligación de Informar	120
	A. Hecho de Importancia	120
3.11.5.	Información Reservada	123
3.11.6.	Información Privilegiada	124
	A. Reserva Bursátil	126
3.11.7.	Excepciones de Información	127
3.11.8.	Transparencia en las Operaciones	128
3.11.9.	Prohibiciones de las Operaciones.....	131
CAPITULO IV: CONTRASTACION DE LA HIPOTESIS.		
JURISPRUDENCIA EN EL USO INDEBIDO DE LA INFORMACIÓN		
PRIVILEGIADA REALIZADA POR EL INSIDER TRADING EN EL PERU		
4.1.	Nociones Generales	133
4.2.	Casos de uso indebido de Información Privilegiada realizadas por el Insider Trading en el Mercado de Valores en el Perú	134
4.2.1.	Compañía Minera Atacocha S.A.A. contra Compañía Minera Milpo S.A.A.....	134
4.2.2	Backus & Johnston S.A.A. contra Grupo Bavaria y Grupo Brescia	145

**CAPITULO V: INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL
MERCADO DE VALORES PERUANO.**

5.1. La utilización de información privilegiada por el Funcionario Público en nuestro Mercado de Valores.....	154
--	-----

CAPITULO VI: RECOPIACION DEL TRABAJO

Recopilación del Trabajo	160
--------------------------------	-----

CONCLUSIONES	167
---------------------------	-----

RECOMENDACIONES	169
------------------------------	-----

BIBLIOGRAFIA	171
---------------------------	-----

INTRODUCCION

La regulación de las operaciones efectuadas en las negociaciones de las bolsas de valores del mundo, así como la del mercado donde éstas se ejecutan, es en gran parte el resultado de la industrialización y expansión que experimentarían las economías liberales de fines del siglo pasado. En este sentido, los primeros pasos se dieron en la Inglaterra Victoriana de 1900 con la promulgación del *Companies Act*, que obligaba al emisor de títulos valores a preparar y distribuir de manera detallada un "*prospectus*" con toda la información necesaria acerca de su empresa así como las características de los instrumentos a emitir en el mercado. Esta ley no sólo establecía las distintas exigencias de observancia obligatoria para el emisor al momento de preparar el prospecto, también establecía de manera objetiva responsabilidad civil a los directores y a todo aquel que promoviera la venta del valor por la falsedad o exageración de los datos y demás información contenida en éste.

El inversionista afectado o estafado por dicha información era considerado como la parte que siempre actuaba de buena fe en la relación comercial, sólo tenía que probar la intención fraudulenta del emisor para lograr su condena. Este primer esfuerzo por tratar de regular el desordenado comercio bursátil, en el cual se creaban fraudes de todo tipo, lo asumió el Estado Inglés que buscó imponer una disciplina férrea en una actividad que era considerada "tierra de nadie". Reconocía la importancia vital de continuar generando la formación del capital necesario para financiar la expansión de su economía y su dinámica industrialización, así como su

influencia política en el mundo. Implementó las primeras reglas que buscaban generar la atracción de capitales del mercado, como la transparencia de las operaciones, emisiones de títulos valores solidariamente respaldados, información detallada y veraz sobre las mismas; así como sanciones drásticas para aquellos que incumplieran las reglas.

En 1911, se promulga el primer reglamento siendo secundado por otros Estados de la Unión Americana. Estos reglamentos fueron denominados “*Blue Sky*” porque buscaban primordialmente, proteger a los ciudadanos del Estado contra posibles promotores fraudulentos de valores quienes muchas veces vendían a inversionistas ingenuos cualquier cosa. A raíz de la caída del mercado en 1929, el gobierno federal decidió por vez primera establecer una regulación del mercado de manera integral y en el ámbito nacional, reconociendo la importancia primordial del mercado como una parte esencial en la estructura comercial y financiera de la Economía Nacional.

El problema era aún más serio, ya que muchos inversionistas habían perdido todos sus ahorros con la caída del mercado, por no haber tenido acceso a la información necesaria para investigar y examinar de manera adecuada los valores en los cuales invertían. En este contexto, surgió la necesidad de regular y definir las prácticas y la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú como efecto generado por la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica, es decir de aquella persona, que por poseer una vinculación laboral especial con la sociedad emisora, está en la posibilidad de obtener información privilegiada antes de que se ponga a disposición del mercado de valores y de los

inversionistas, información que él llega a utilizar a fin de obtener una indebida ventaja a su favor. Es así que, estas personas, por su posición de directores, gerentes, funcionarios o asesores de las sociedades emisoras toman conocimiento de los estados de situación financiera, de los asuntos a tratar en las juntas general de accionistas o de directorio y en general, sobre aspectos vinculados directa o indirectamente a los valores incorporados a la negociación bursátil, permitiéndoles obtener ventaja económica respecto de todos los demás inversionistas que participan en el mercado en general; Asimismo, también tienen acceso los miembros de las entidades públicas encargadas de supervisar o regular el mercado de valores así como en el Perú la Superintendencia del Mercado de Valores, La Superintendencia de Banca y Seguros, que manejan a las entidades emisoras y/o de los inversionistas institucionales.

El estudio de los nuevos conceptos bursátiles, se ha incrementado con gran interés por parte del inversionista peruano. La actual Ley del Mercado de Valores N° 27649 publicada el 23/01/2002, y el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores promulgado por el Decreto Supremo 093-2002-EF, publicado el 15/06/2002, establece como una de sus finalidades, la promoción de la transparencia del mercado de valores así como la adecuada protección del inversionista, temas trascendentales para la presente modernización de la inversión en nuestro mercado de valores. En consecuencia resulta imperioso tener un mensaje correctivo al mercado bursátil en el Perú a través de la transparencia de la información de las mismas y la aplicación de nuestra política económica.

En virtud de lo anteriormente señalado nos preguntamos ¿Qué efecto ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política

económica en el Perú? La presente tesis, demuestra que el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú. Para esto, se utilizará la investigación del tipo correlacional, y los métodos jurídicos hermenéutico, sociológico, histórico, exegético y comparativo.

El marco teórico de la presente Tesis, está comprendido en la descripción establecida en la Superintendencia del Mercado de Valores que comprende el origen, estructura, facultades y resoluciones; ya que esta institución se encarga de la supervisión y emisión en las negociaciones, así como las instituciones de nuestro mercado de valores y del análisis del uso indebido de la información privilegiada por el *Insider Trading* en el Derecho Comparado.

Finalmente y de manera exhaustiva en la presente tesis, se realiza el análisis de los todos los casos que existen en el Perú, referente al efecto que ha generado la conducta indebida del *insider trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú, lo que permitirá necesariamente contribuir con la aplicación del principio de transparencia en nuestro mercado.

CAPITULO I
ASPECTOS METODOLÓGICOS

1 GENERALIDADES

MENCIÓN : Maestría en Derecho Civil y Comercial

TÍTULO DE INVESTIGACIÓN : La Lesión de los derechos de los accionistas en el Perú como efecto generado por la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica.

AUTOR : Homero Absalón Salazar Chávez

GRADO ACADÉMICO : Bachiller en Derecho

TÍTULO PROFESIONAL : Abogado

TELÉFONO : 976373067

CORREO : homerojuris@hotmail.com

DOMICILIO : Jr. Marañón N° 100

ASESOR : Reynaldo Tantalean Odar

GRADO ACADÉMICO : Magister

TÍTULO PROFESIONAL : Abogado

CORREO : yerioma@hotmail.com

1.1. PLAN DE INVESTIGACIÓN

1.1.1 PROBLEMÁTICA A INVESTIGAR

En el Perú, el mercado bursátil y la industria ocupan un lugar cada vez más importante en la sociedad moderna en el número, extensión en sus operaciones, incremento de trabajo, creación de nuevas fuentes de producción, comercialización y las comunicaciones rápidas entre las diversas regiones del mundo que han extendido las relaciones comerciales. Los centros de producción han aumentado los precios y luego han sido nivelados como resultado de la competencia, favoreciendo el aumento del consumo y por primera vez, el desarrollo permanente de nuestra sociedad moderna.

El estudio de los nuevos conceptos bursátiles se ha incrementado con gran interés por parte del inversionista peruano. Al respecto la presente Ley del Mercado de Valores Ley N° 27649, publicada el 23/01/2002, que modifica el Decreto Legislativo 861 Ley de Mercado de Valores y el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, promulgado por el Decreto Supremo 093-2002-EF, publicado el 15/06/2002, establecen, como una de sus finalidades, el impulso de la transparencia en el mercado de valores, además de la adecuada protección del inversionista; temas trascendentales para la presente modernización de la inversión en el mercado de valores peruano. Por ende, resulta imperioso investigar técnica y jurídicamente, el mercado bursátil en el Perú a través del análisis jurídico de la el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading*, personaje bursátil que puede dañar ostensiblemente la transparencia, las negociantes en el mercado y en aplicación de la política económica de nuestro país

El legislador nacional ha optado por promover un mercado bursátil, donde exista una información adecuada, útil y necesaria para el inversionista así como, la transparencia en las transacciones que allí se realicen, tengan una especial preponderancia. Es por ello, que la normatividad actual pretende un mercado de valores seguros y atractivos, que busca atraer no sólo a los capitales extranjeros al país, sino a los mismos inversionistas nacionales que mantienen también su dinero en otros mercados, como ocurre en el sistema bancario. La transparencia de la información en el mercado de valores, se convierte en un requerimiento indispensable para garantizar al inversionista una efectiva seguridad bursátil, además de conseguir generar la estabilidad necesaria en el mercado.

Las autoridades que regulan el mercado de valores, deberán desarrollar los fundamentos jurídicos necesarios para proteger los intereses económicos de cualquier inversionista; de lo contrario este se abstendrá de acudir al mercado generando un efecto negativo; pues al no acudir participantes al mercado no habrá inversión que genere el financiamiento necesario para las empresas y el mercado de valores colapsaría, originando negativas en la economía de cualquier nación. Surge entonces, la necesidad de analizar, con fundamentos jurídicos al efecto que ha generado la conducta indebida del *insider trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú y en la transparencia de nuestro mercado de valores; toda vez que este, por razón de su cargo o desempeño en el mismo, utiliza de manera indebida y anticipada a su publicación, la información privilegiada de su empresa para su propio lucro, afectando de esta manera la seguridad informativa de los demás inversionistas y la transparencia del mercado de valores.

En el Mercado de Valores existe el principio de Transparencia en la Información, el cual surge como respuesta a la necesidad que tienen los inversionistas de contar con la más amplia y detallada información que manejan los agentes económicos respecto de los títulos que se negocian en la bolsa, así como el estado financiero y económico de las sociedades emisoras de las mismas que cotizan en el mercado, permitiendo de esta forma una negociación a nivel de bolsa sumamente efectiva.

Siendo conscientes de la necesaria transparencia de información, delimito el problema de la presente tesis en el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica en el Perú. Es necesario una efectiva y pronta solución a la transparencia del mismo, confianza del accionista y evitando la pérdida de millones de nuevos soles en las transacciones que se realicen en nuestro mercado de valores, que repercute en nuestra economía nacional.

1.1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

**¿QUÉ EFECTO HA GENERADO LA CONDUCTA INDEBIDA DEL
INSIDER TRADING EN LA APLICACIÓN DE LA POLITICA
ECONOMICA EN EL PERU?**

1.1.3 JUSTIFICACIÓN

A pesar de la importancia de la investigación sobre la presencia de información privada y su uso indebido, no existe realmente una teoría formalizada del *Insider Trading* en el Perú, por esto citaremos algunas teorías que nos ayudarán a este análisis.

La Teoría Financiera ha incorporado gradualmente la asimetría informativa a sus modelos, con importantes implicaciones en el terreno de distintas teorías de la empresa: la teoría de los costos de transacción, de los derechos de propiedad, o la teoría de la agencia, de forma que exista un estudio que busque adecuar las causas y consecuencias de la asimetría informativa existente en nuestro mercado de valores, debiendo acudir también a estas teorías en busca de una justificación. Estas teorías analizan factores como la incertidumbre en la toma de decisiones, la posibilidad de comportamientos oportunistas, sus efectos en la formación de precios y en la valoración de activos financieros o el conflicto entre propiedad y control.

Asimismo, cabe destacar la interrelación de la Teoría Financiera con algunas de las teorías económicas que han nacido en torno a los problemas informacionales, como en el derecho comercial tenemos la Teoría de la Incertidumbre, la economía de la información o el paradigma de la asimetría informativa. Sin embargo el *Insider Trading*, como comprobación directa de los efectos sobre el mercado de valores por la presencia de asimetría informativa, no ha recibido un trato tan exhaustivo por parte de la literatura del derecho comercial.

De hecho su modelización, se reduce únicamente a un conjunto de estudios empíricos que han tratado de avanzar en la creación de una teoría, mediante el análisis de las interrelaciones del *Insider Trading*, con distintas teorías de empresa y de mercado, recurriendo al estudio de los efectos de la asimetría informativa sobre un amplio espectro de factores de muy diversa naturaleza, relacionados con la propia empresa, el mercado de valores, el propio individuo o la transacción en sí misma.

La presente tesis plantea analizar el comportamiento en las operaciones obtenidas por los *Insiders Tradings*, en sus transacciones en acciones así como la disminución de la transparencia de la información privilegiada en las negociaciones en el mercado de valores peruano.

Se establece, que la rentabilidad del *Insider Trading* se encuentra determinada por la participación de personas interpuestas, esto es, la capacidad del *Insider Trading* de anticipar los precios futuros del mercado gracias a su información privada; las operaciones son más rentables cuando el diferencial u horquilla ampliado de precios de compra y venta de la empresa es más elevado, y cuando el capital está muy concentrado en pocas manos. Esto es, la información privilegiada en nuestro mercado de valores, nos permite identificar que siempre debe tenerse en cuenta el principio de transparencia en las negociaciones realizadas en nuestra bolsa de valores, lo cual permite identificar cuando existe el uso debido o indebido de la información privilegiada utilizada por el *Insider Trading* en el Perú.

El usar debidamente la información privilegiada, permite la transferencia adecuada y efectiva de las negociaciones bursátiles en el mercado de valores; por tanto, aumentaría su credibilidad. Es necesario precisar, que el análisis correcto sería, el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica es la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú.

Para complementar la presente tesis en el ámbito del mercado de valores peruano, se necesita determinar con fundamentos jurídicos, el uso de la información privilegiada a nivel de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs), lo que facilitaría la inversión en nuestro país y permitiría mayor credibilidad y transparencia en el mercado bursátil.

Finalmente, la jurisprudencia bursátil en el Perú, nos presenta 02 casos en los cuales se determina la conducta indebida del *Insider Trading*; así tenemos que analizaremos todos estos casos existentes en la presente investigación, dentro los cuales como referencia mencionaré el siguiente: Con fecha 10/07/2001, el Grupo Bavaria y las diversas personas naturales o jurídicas integrantes del grupo Brescia decidieron realizar una operación extrabursátil. A tal efecto colocaron órdenes de compra y venta de un paquete de acciones de la clase “A” de la Empresa Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.A, inscritas en el registro público del mercado de valores y registradas en la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima. Una vez difundida la información de las propuestas de compra y venta de las acciones de la empresa Backus & Johnston S.A.A. por parte del Grupo Bavaria y del Grupo Brescia, la empresa Lince Netherlands. B.V. perteneciente al Grupo Polar, solicitó

el 11/07/2001 a Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) que disponga la suspensión de la indicada negociación extrabursátil. El argumento fue que, paralelamente a dicha operación el Grupo Bavaria (*Insider Trading*) estaría adquiriendo el control de la empresa Backus haciendo uso indebido de información privilegiada de manera oculta, mecanismos que deberían ser investigados, por lo que se estaría incumpliendo con el deber de realizar una transparente oferta pública de adquisición.

1.1.4 TIPO DE INVESTIGACIÓN

De acuerdo al diseño de Investigación es Correlacional.

1.1.5 OBJETIVOS

Objetivo General

- Determinar el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica en el Perú.

Objetivos Específicos

- Identificar legislativa y doctrinalmente la actividad del *Insider Trading*, en el derecho nacional y comparado.
- Determinar y analizar el comportamiento jurídico del *Insider Trading* en el mercado de valores peruano.

- Determinar los efectos que genera la conducta indebida del *Insider Trading* en la transparencia de la información privilegiada del mercado de valores en el Perú.
- Determinar y analizar acerca de la normatividad vigente sobre la conducta del *Insider Trading* en el mercado de valores peruano.

1.1.6 HIPÓTESIS

EL EFECTO QUE HA GENERADO LA CONDUCTA INDEBIDA DEL *INSIDER TRADING* EN LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA HA SIDO LA LESIÓN DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS EN EL PERU.

1.1.7 METODOS

Los métodos a utilizar en la presente tesis son:

- Método Hermenéutico, que me permitirá a través de la interpretación determinar la influencia del *Insider Trading* en las negociaciones de bolsa.
- Sociológico, que permitirá a través del conocimiento de las relaciones en el mercado de valores peruano, determinar el uso de la información privilegiada.

- Histórico, en la medida que me permitirá conocer y analizar los antecedentes al *Insider Trading* en el mercado de valores, a fin de conocer su origen y evolución.
- Exegético, que permitirá a partir del conocimiento de las normas que regulan el mercado de valores peruano, el comportamiento de todos los que intervienen en las negociaciones de bolsa.
- Comparativo, que a través de la comparación de distintos sistemas normativos referidos al *Insider Trading*, permitirá tener un panorama global de su conducta y del desarrollo del mercado de valores en el mundo.

1.1.8 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS

Considero pertinente la utilización de las siguientes técnicas e instrumentos:

- a. Observación, técnica que me facilitará una mejor comprensión de la conducta indebida del *Insider Trading* y el desarrollo del mercado de valores peruano.
- b. Fichaje, a fin de realizar una adecuada recolección de datos que me permitirán organizar e identificar los textos, autores que se han dedicado al estudio de la transparencia del mercado de valores y a la información privilegiada en el Perú y en el mundo.

1.1.9 UNIDAD DE ANALISIS

Teniendo como referencia la información de la Superintendencia de Mercado de Valores de Perú, actualizada a Marzo de 2014, existen 2 casos palpables en los que se determina la Lesión de los derechos de los accionistas ocasionada por la conducta indebida del *Insider Trading* en la transparencia de la información privilegiada del mercado de valores en el Perú.

Dos Casos de muestran la Lesión de los derechos de los accionistas ocasionada por la conducta indebida del *Insider Trading* en la transparencia de la Información Privilegiada, que representan el 100% de esta conducta en el mercado de valores peruano y son:

- a) Compañía Minera Atacocha S.A.A. contra Compañía Minera Milpo S.A.A.
- b) Backus & Johnston S.A.A. contra Grupo Bavaria y Grupo Brescia.

CAPITULO II

EL INSIDER TRADING Y LA TRANSPARENCIA EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO

2. El Mercado de Valores en el Perú

2.1. Nociones Previas.

El origen del mercado se remonta a la época en que el hombre primitivo llegó a darse cuenta que podía poseer cosas que él no producía, dando inicio al cambio o trueque con otros pueblos o tribus. De esta forma, empieza el incremento y expansión del mercado llegando en la actualidad a concentrar actividades económicas de suma importancia para el progreso de la humanidad. Es así que el desarrollo del mercado trae consigo el desarrollo del comercio, que venciendo los obstáculos que ponen el espacio y el tiempo, procura poner al alcance de los consumidores los diversos productos de una forma cada vez más eficiente, siendo el comerciante quien desarrolla esta actividad, para obtener una ganancia o margen de beneficio a que tiene derecho por la actividad que realiza.

Los mercados de valores existen desde la antigüedad, así en Atenas existía lo que se conocía como *emporion* y en Roma existía el *collegium mercatorum* en el que los comerciantes se reunían de modo periódico a una hora fija a comprar y vender. Los actuales mercados de valores provienen de las ciudades comerciales

italianas y holandesas del siglo XIII, así tenemos que el primer mercado de valores moderno fue en la ciudad holandesa de *Amberes*, creado en el año 1531. Posteriormente durante en el siglo XVI empezaron a proliferar mercados en toda Europa, en Toulouse (1549), o Londres (1571); más tarde se crearon las de Amsterdam, Hamburgo y París. Era de esperarse que con el notable desarrollo industrial y comercial, se produjera un incremento en la transacción bursátil de valores, todo ello unido a la propia evolución del sistema de economía capitalista.

Durante la década de los 60, los países en desarrollo redujeron su participación a formar parte del comercio mundial, puesto que el mercado mundial estaba compuesto en su mayoría con exportaciones de productos procedentes de las zonas industriales, que se reflejaban en la composición del comercio mundial. En cambio, durante la década de los 70, se producen importantes modificaciones que determinan una variación en la composición del mercado mundial, particularmente en lo que concierne a los productos primarios, en tanto que se reafirma la posición dominante de los artículos manufacturados, manteniendo un ascenso constante. A medida que aumentaba la producción y las comunicaciones, los intermediarios empezaron a desempeñar un papel más importante en los mercados.

El mercado en terminología económica, es el área en el cual los vendedores y los compradores de una mercancía, mantienen estrechas relaciones comerciales donde se llevan a cabo abundantes transacciones, de tal manera, que los distintos precios en estas negociaciones, se establecen y tienden a unificarse. Se deduce que en un país o en una gran ciudad pueden haber tantos mercados como ramas importantes del comercio haya; asimismo, que tales mercados puedan o no tener

mercados fijos, es decir, lugares especiales de reunión y que la extensión geográfica de cada mercado dependería mucho de la naturaleza de los bienes que se ofrecen en venta, es decir el mercado está en todas partes donde quiera que las personas cambien bienes o servicios por dinero. Los tratos comerciales pueden realizarse directamente o por intermedio de los agentes, de modo que los precios requeridos en una parte del mercado influyan sobre los que se paguen en otras partes, teniendo como participantes en el mercado a los compradores, vendedores, intermediarios (excepción), precios e influencias de otros mercados.

2.2. Noción de Mercado de Valores en el Perú.

El mercado de valores en el Perú, tiene como antecedente legal en su regulación el Código de Comercio de 1902², el cual distinguía en su Libro Primero la parte de “Los Comerciantes y del Comercio en General”; en tanto que la sección quinta establecía “Los Lugares y Casas de Contratación Mercantil”; a su vez en la sección sexta trataba acerca de “Los Agentes Mediadores del Comercio y de las Obligaciones Respectivas”. Posteriormente tendríamos la Ley N° 17020 que entra en vigencia desde el 28/05/1968 llamada Comisión Nacional de Valores, considerado como órgano encargado permanentemente del ordenamiento, de la reglamentación y la supervisión del mercado de valores.

Desde 1970 se establece una reforma legislativa que se inicia con el Decreto Ley N° 18302 que entra en vigencia desde el 02/07/1970, que establecía la Reestructuración de la Comisión Nacional de Valores, otorgándole un mayor

² Código de Comercio de 1902, Promulgado el 15 de febrero de 1902, vigente desde el 01 de Julio de 1902.

número de atribuciones, tales como: Analizar las características del mercado de valores y su función en el mercado de capitales; además se crearon normas especializadas sobre la admisión, permanencia, suspensión, exclusión y cotización de los valores. Posteriormente se promulga el Decreto Ley N° 18353 que entra en vigencia desde el 04/08/1970 y seguidamente el Decreto Ley N° 19648 que entra en vigencia desde el 05/12/1972 por medio de la cual se crea la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante Conasev).

Con la promulgación del Decreto Legislativo N° 755 de fecha 13/11/1991, Ley del Mercado de Valores, se asentaron las bases para el desarrollo de nuestro mercado. Este nuevo marco legal posibilitó un mayor dinamismo, que ha devenido en constantes innovaciones de otras normas conexas, bajo esta favorable coyuntura y dentro de sus funciones de supervisión y promoción del mercado de valores en el Perú. La Conasev, presenta una nueva versión del compendio de normas legales del mercado de valores, el mismo que mantiene un registro pormenorizado y seleccionado de todas las normas dictadas por esta institución, así como las dictadas por las diferentes entidades que de alguna manera están vinculadas al mercado de valores.

Desde 1991, Conasev aprobó diversas disposiciones referidas al mercado de valores, enriqueciendo de esta manera su marco normativo. Esto refleja su labor de promoción que la institución efectúa, de acuerdo al mandato legal, tarea que también se desarrolla a través de múltiples actividades académicas orientadas a promover una mayor cultura bursátil, tanto en el ámbito empresarial, universitario y al público en general. Posteriormente se promulga la Ley del Mercado de

Valores Decreto Legislativo N° 861 (en adelante la Ley), que entra en vigencia desde el 06/12/1996, aportando nuevos conceptos como el de PARTICIPE en el mercado de valores, esto es, que las personas naturales se encuentran dentro del ámbito de esta ley, siempre que participen o realicen actividades en el mismo; además delimita los conceptos de Oferta Pública de Valores y Oferta Privada de Valores; así mismo se refuerza la TRANSPARENCIA, elemento central en la eficiencia de los mercados de valores y protección de los inversionistas, específicamente en la calidad de tipo de información a ser presentada a Conasev, a la Bolsa de Valores y a las entidades responsables de los mecanismos de negociación. Además menciona taxativamente, las inscripciones de valores mobiliarios que se efectúan en el Registro Público Mercado de Valores (en adelante RPMV). Posteriormente se promulgó la Ley N° 27649 sobre mercado de valores, publicada en el diario oficial El Peruano el 23/01/2002, base legal vigente hasta estos días, que realiza modificaciones específicamente en el artículo referente al denominado HECHO DE IMPORTANCIA en el mercado de valores, y otras importantes modificaciones. Mediante el Decreto Supremo N° 093-2002-EF publicado el 15 de Junio del 2002, se promulga el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores (en adelante T.U.O. de la Ley)

El Perú para ingresar en las mejores condiciones a competir en los mercados financieros globales, ha efectuado el compendio de su normatividad de acuerdo a la especialidad de cada materia financiera. Diferentes son las formas de agrupación económica dentro de nuestro sistema financiero, el cual se encuentra formado por instituciones, mercados y activos financieros.

La Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702; en su artículo 16° establece un criterio económico para el funcionamiento de las empresas, permitiéndonos determinar una clasificación de los grupos de empresas establecidas en el Perú, tales como: Las empresas de Operaciones Múltiples que comprende a las empresas bancarias, financieras, Caja Municipal de Ahorro y Crédito, Caja Municipal de Crédito Popular, Entidades de Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa – EDPYME , Cooperativas de Ahorro y Crédito autorizadas a captar recursos del público, Caja Rural de Ahorro y Crédito; las empresas especializadas que comprende: Las Empresas de Capitalización Inmobiliaria, de Arrendamiento Financiero, de Factor, de Afianzadora y de Garantías, de Servicios Fiduciarios; Bancos de Inversión, y por último las empresas de seguros que comprende: las que operan en un solo ramo (de riesgo general o de vida), empresas que operan en ambos ramos (de riesgos generales y de vida), de Seguros y Reaseguros, o tan sólo de Reaseguros. Así, podemos concluir que en el Perú, el mercado financiero es el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro e inversión, que nos permite tener en cuenta los mecanismos que permiten la canalización de ahorro hacia la inversión y la obtención de un equilibrio entre ellas.

Con respecto a los sistemas de Intermediación Directa e Indirecta, tenemos que el sistema de intermediación directa, también conocido como desintermediación financiera o de mercado de valores, tiene como nota distintiva que el propio poseedor de excedentes en efectivo, es quien decide dónde y cuándo colocar su dinero, recibiendo a cambio un título valor, el mismo que tiene las

características de valor mobiliario; el mismo que se puede utilizar como valor representativo de derechos de participación y como valor representativo de deuda. Y con respecto al sistema de intermediación indirecto, este se encuentra formado por la banca comercial, donde el público ahorrista entrega su dinero a cambio de libreta de ahorros, un certificado de depósito u otro documento que obliga a la banca o financiera a devolver el efectivo al ahorrista en cuanto éste lo solicite. Luego, la referida empresa del sistema financiero decide ¿Qué hacer con el dinero?, ¿Cómo cobrar?, ¿Dónde invertir?, ¿A quién prestarlo?, ¿Qué proyectos financiar?, ¿Qué aval exigir en garantía? Y, demás asuntos.³

Es necesario precisar que la SMV, fue creada formalmente mediante la Ley N° 17020 publicada el 28/05/1968, bajo la denominación de Comisión Nacional de Valores, habiendo iniciado sus funciones el 02/06/1970, a partir de la promulgación del Decreto Ley N° 18302. Dicha norma dispuso que la Comisión Nacional de Valores sería un organismo público desconcentrado del sector economía y finanzas, responsable del estudio, reglamentación y supervisión del mercado de valores, de las bolsas de valores, de los agentes de bolsa y demás partícipes de dicho mercado.

Las competencias originales de la Comisión Nacional de Valores fueron ampliadas posteriormente, destacando entre estas las siguientes:

- i. El Decreto Ley N° 19648, publicado el 07/12/72, que otorgó a la comisión, la supervisión de las personas jurídicas organizadas de acuerdo a la entonces

³ TORRES VEGA, José Luis. “Emisión de Obligaciones en el Régimen Legal del Perú”. Editorial Cultural Cusco. 2002. p. 18-21.

Ley de Sociedades Mercantiles⁴ y sustituyendo la denominación de Comisión Nacional de Valores por la Conasev. Posteriormente, mediante Ley N° 27323 publicada el 23/07/2000, dicha función fue trasladada al Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI);

ii. El Decreto Ley N° 21907, publicado el 01/09/1977, que encargó a la Conasev la supervisión de las Empresas Administradoras de Fondos Colectivos; y,

iii. La Ley N° 26361, publicada el 30/09/1994, que otorgó a la Conasev la facultad de supervisar el mercado de productos y a los agentes que participan en dicho mercado.

Mediante la Ley de Fortalecimiento de la SMV, aprobada por Ley N° 29782, que entró en vigencia el 28/07/2011, se sustituyó la denominación de Conasev por la de SMV, otorgándole a su vez mayores facultades para el cumplimiento de sus funciones.

La SMV, es un organismo técnico especializado adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas que tiene por finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos, a través de la regulación, supervisión y promoción. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa, económica, técnica y presupuestal.

⁴ Ley de Sociedades Mercantiles, se expidió con fecha 27 de julio de 1966, aprobada mediante Ley N° 16123.

2.3. Principios Inspiradores del Mercado de Valores

A. Principio de Transparencia Informativa

Dentro de las características del mercado de valores tenemos a la Eficiencia en la Transparencia.⁵ Es necesario que un mercado sea eficiente en la transparencia, para que los inversores en valores mobiliarios estén dispuestos a invertir en los mismos. Existen tres criterios que facilitan la aplicación de esta transparencia; primero, el criterio de Eficiencia Institucional, que permite a los inversores una serie de garantías jurídicas, legales y reglamentarias en el momento de acceder al mercado; segundo, el criterio de Eficiencia Operativa, que explica la propia operatividad del mercado con relación a las transacciones que tienen lugar en él, y finalmente, tenemos el criterio de la Eficiencia Informativa, íntimamente vinculado al principio de transparencia, en el sentido de procurar que el mercado tienda a reflejar toda la información posible, permitiendo de esta forma conseguir que el público inversor pueda tomar sus decisiones de manera racional.

De todos estos criterios, es probablemente, el de la eficiencia informativa el más importante dentro del mercado de valores. Este criterio ha sido definido como un requisito para el funcionamiento del mercado.⁶ En el ámbito de la moderna teoría económica de los mercados eficientes, la eficiencia informativa supone que los comportamientos de los inversores, se encuentren influenciados, no solamente por los valores que adoptan las

⁵ LEE M. Y. BISHASA. H. “*Securities Regulation and Market Efficiency*”. En *International Review Law and Economics*. Nº 5. 1985. pp. 247-254.

⁶ Así lo define ROSSI, G.: *LA ESCALATA DEL MERCATO. La borsa e i valori mobiliari*. Bologna. 1986. pág. 19.

variables relevantes en los períodos pasados y presentes, sino también por los valores que se supone alcanzarán esas mismas variables en el futuro tras el oportuno análisis de la información disponible.⁷

En armonía a esta posición CRUZ ROCHE, afirma que:

*“... al inversor no le basta con conocer la situación presente, porque lo deseable, es que elabore previsiones respecto a la evolución de aquella en el futuro, y es que las decisiones de inversión se toman teniendo en cuenta, por supuesto, el desarrollo de las empresas en el pasado y su situación presente, pero sobre todo, con una especial atención en las expectativas futuras”.*⁸

Este nivel de eficiencia, medido en términos económicos, se ha concretado finalmente en un principio inspirador del mercado: El principio de la Amplia Información, que exige se ponga a disposición del inversor una completa información, pues la decisión de los inversores para colocar correctamente el dinero, está condicionada por encima de todo, por la cantidad y calidad de la información que esta disponible por los agentes que participan en el mercado.⁹ Desde un punto de vista formal, para que sea posible la transparencia en el mercado, es preciso que la información obligatoria que deben suministrar los órganos representativos de esas empresas y al público que tenga acceso, deberá ser fidedigna, clara y suficiente, para permitir a los inversores un criterio real sobre el patrimonio, situación financiera, resultados y perspectiva de valores; en consecuencia todos los intervinientes en el mercado están obligados a informar.

⁷ BREVEMENT, GALLH S. “Insider Trading”. En Giur. Sep-Oct 1991. pág. 948.

⁸ CRUZ ROCHE, “La Información en la Bolsa de Valores”. En curso de Bolsa I. Cit. pág. 438 y ss.

⁹ FAMA E.F. “Reply Journal of Finalize”. 1976. pág. 143. PATRICIO TORREGOSA, J y MARTINEZ SERRANO J.A. “La Racionalidad del Mercado de Valores”. En curso Bolsa II. Cit. pág. 73.

Al respecto el Dr. ALONSO ESPINOZA, señala:

“La información completa, determina que las cotizaciones reflejen la totalidad de la información disponible de forma idónea, amplia, fidedigna, veraz, pública, de fácil acceso, suficiente, difundida a tiempo y suministrada por igual a todas las personas que invierten su capital, sobre el verdadero contenido de los valores que habitualmente se contrata.”¹⁰

Este principio pretende lograr una genuina seguridad jurídica y económica, pilares básicos sobre los que se orienta el mercado de valores; haciéndose necesario garantizar una adecuada información referida tanto a la legítima adquisición, a la propiedad de los valores, a la calidad y características del mismo, a la viabilidad de la inversión, teniendo en cuenta la capacidad económica, actual y previsible del emisor.

El principio de transparencia ha sido definido por UGARTE MAGGIOLO¹¹ como el principio por el cual un mercado de valores busca brindar a los inversionistas información veraz, oportuna y completa respecto de los aspectos más relevantes de las empresas que pretenden emitir valores en el mercado o que, habiéndolos emitido, circulan en él. El Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea han establecido, en su directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación de la información privilegiada del mercado (Considerando Décimo Quinto - Directiva 2003/6/CE) lo siguiente:

“Las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia del mercado, que es un requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados”

¹⁰ ALONSO ESPINOZA F.J. “Mercado Primario de Valores Negociables”. Cit. pp. 86, 88 y 89.

¹¹ UGARTE MARGGIOLO, Manuel, “La Transparencia del Mercado y el Insider Trading”, en la Revista Themis N° 35, pp. 264 y ss.

B. Principio de Protección al Inversor

Bajo el principio de Protección al Inversor, se establece medidas de carácter jurídico y extrajurídico que tienden a facilitar las posibilidades de información al inversor, su libertad de decisión y en general brindarle protección. Se emplea el concepto de tutela del inversor, en la medida en que está relacionado, especialmente con cuestiones de carácter jurídico que protegen al inversor frente a fraudes, manipulaciones, utilización indebida de la información privilegiada por el *Insider Trading* favoreciendo a una sola de las partes contratantes, etc.¹²

El Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (en adelante ROPPV) Resolución Conasev N° 0141-1998-EF-94.10., publicado en el diario oficial El Peruano el 21/10/1998, teniendo como antecedente, la resolución 291/1992 del 27/03/1992, sobre emisiones de valores y la Oferta Pública de Valores (en adelante OPV), identifica y clasifica las diferentes categorías de inversores, los cuales deben ser protegidos con efectos jurídicos. Determinarlos nos permite esclarecer a quien se protege con el principio de protección al inversor, dentro de los cuales tenemos:

Inversor Especializado.- Personas jurídicas que se dedican habitual y profesionalmente a la inversión en valores negociables, a las que el ordenamiento jurídico reconoce capacidad, situándolas por encima de los demás inversores en cuanto a su información y experiencia.

¹²BERCOVITZ, A.: “*El Derecho del Mercado de Capitales*”. Cit. pp. 102-104 y CACHÓN BLANCO J.E.: “*Derecho del Mercado de Valores I*”. cit. pág. 32.

Inversor Institucional.- Personas jurídicas y patrimonios, cuyo objeto social es la inversión en valores negociables, cuya función los vincula directamente con el mercado de valores.

Inversor Profesional.- Personas jurídicas que realizan habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables, particularmente vinculados al mercado financiero y en especial el mercado de valores, pero sin que la inversión constituya el objeto social (Ejemplos: Bancos, Cajas de ahorro, Cooperativas de crédito, Entidades de crédito).

Inversor Particular.- Que son personas jurídicas o personas naturales que no están incorporadas a los anteriores grupos, que realizan inversiones a corto plazo llamados también especuladores, o a largo plazo, llamados ocasionales.

La protección jurídica, debe orientarse al establecimiento de medidas tendientes a la difusión obligatoria de información como medio para lograr la transparencia del mercado y la correcta formación de precios.¹³ Esta protección resulta necesaria para evitar acciones ilegítimas contrarias a uno o varios inversores y más ampliamente generar un marco de confianza pública, sobre el debido comportamiento del mercado que permita atraer inversores al mismo, y con ello posibilitar que el mercado de valores cumpla su función propia de canalización de ahorro hacia la inversión.¹⁴

¹³ ALONSO UREBA, A. *"Inexactitud u Omisiones del Folleto"* cit. pág. 396.

¹⁴ CACHÓN BLANCO J.E. *"El Principio Jurídico de Protección al Inversor de Valores Mobiliario"*. Aspectos teóricos y prácticos en RDBB N^o 55. 1944. pp. 637 y 638.

C. Principio de Igualdad

Este principio garantiza la protección de los intereses de todos los inversionistas, considerándolos como sujetos participantes del mercado de valores. Se garantiza la igualdad del trato y de oportunidad en el acceso y disposición de la información, antes y después de la ejecución de una operación, referida tanto a los socios entre sí, como en su calidad de inversores con relación al resto de quienes intervienen en el mercado.¹⁵ Se busca que todos los titulares de valores mobiliarios, emitidos por una misma sociedad, deban ser tratados de la misma manera con el objeto de evitar ventaja para determinados operadores económicos.

Por el principio de igualdad en el mercado de valores, el inversor debe saber que todos tienen las mismas posibilidades en la realización de operaciones y transacciones en este mercado. Ningún inversor obtendría beneficios de la realización de operaciones en el citado mercado, si carece de información suficiente, ante ello se hace necesario la obligación de informar de forma veraz, completa y lo que es más importante, el derecho de ser informado de igual modo.

D. Principio de Comportamiento Leal de los Intermediarios

Así como existen obligaciones por parte de los emisores y de los inversores, es necesario resaltar las obligaciones de los intermediarios financieros. Por el principio de comportamiento leal de los intermediarios, se destaca que el proceder de estos en el mercado de valores sea diligente,

¹⁵ Vid. CACHÓN BLANCO, J.E. “Derecho...” Vol. I. Cit. pág. 33.

correcto y profesional en sus relaciones con los clientes; así mismo, adquirir información de los clientes sobre su situación financiera para el desarrollo de su actividad y sobre todo transmitirle información relevante y que por el contrario no sea incorrecta, insuficiente o defectuosa; es decir, debiendo dar prioridad absoluta al interés de sus clientes.¹⁶

2.4. Funciones del Mercado de Valores.

El mercado de valores, es una fuente de financiamiento permanente y factor de crecimiento de la empresa en una economía de mercado, por tanto, constituye un importante instrumento de canalización del ahorro al sistema industrial y empresarial. En sentido lato o económico, a los mercados de valores se les considera como el segmento de bienes intercambiables al interior del universo, de bienes posibles de intercambio en una economía.

Integra el párrafo anterior TORRERO MAÑAS A., argumentando que:

*“La utilización de esta fuente de financiación depende en gran parte de la actitud de las empresas respecto a la captación de recursos permanentes y de las posibilidades que ofrezca el mercado”.*¹⁷

En el mercado de valores se compra o se vende bienes de características especiales, denominados valores mobiliarios. Los valores mobiliarios facilitan las transacciones en el mercado de valores¹⁸, tienen naturaleza de activos financieros

¹⁶ Este principio es calificado en términos análogos por BERCOVITZ RODRÍGUEZ –CANO A: “*El Derecho...*” Cit. pág. 104. , como principio de profesionalidad.

¹⁷ TORRERO MAÑAS A. “*Política Financiera de las Empresas y Mercado de Capitales*”. En Curso de Bolsa I. pág. 21.

¹⁸ BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo y CASTELLARES AGUILAR, Rolando. “*Comentarios a la Nueva Ley de Títulos Valores*”- Comentarios al artículo 252 de la nueva ley de Títulos Valores N° 27287. Gaceta Jurídica. Primera Edición. Octubre 2000. pp. 683 – 688.

en contraposición con los denominados activos reales que constituyen bienes corporales, muebles o inmuebles, de exigencias tangibles y no representadas en valores como los primeros. Entiéndase como activos financieros, a títulos emitidos por unidades económicas de gastos, que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes lo poseen y un pasivo para quienes lo emiten. Es decir son activos y pasivos a la misma medida, es activo para el adquirente y pasivo para el emisor¹⁹ o también pueden ser definidos desde la perspectiva del adquirente, como un tipo de activo intangible cuyo valor consiste en un derecho a obtener un beneficio futuro. Los activos financieros son objeto del llamado mercado financiero, el cual tiene entre otras funciones:

- Permitir la transparencia eficiente de fondos, desde aquellas personas o instituciones que tienen acceso a los mismos, hacia aquellos que lo necesitan para adquirir activos tangibles.
- Determinar el precio de los activos financieros gracias a la interacción de compradores y vendedores, lo que constituye el llamado proceso de formación de precios.
- Dar liquidez a la inversión en activos financieros a través de los mercados secundarios y de la reducción de los costos de transacción, los cuales se dividen en dos clases: los costos de búsqueda, que presentan costos explícitos e implícitos, en los primeros tenemos el dinero empleado en anunciar que se desea comprar o vender un determinado activo financiero; y en los segundos el valor del tiempo empleado en la búsqueda de alguien que nos quiera vender o comprar

¹⁹ ALONSO ESPINOZA, Francisco José. *“Mercado Primario de Valores Mobiliarios”*. Barcelona. José María Bosh Editor. 1994. pág. 198.

el activo financiero; y los costos de información, que son aquellos en los que incurrirán los compradores y vendedores, con el fin de conocer la información necesaria con relación a los activos financieros que deseen transar.

Las empresas utilizan al mercado de valores como instrumento esencial en la realización de su política de financiación e inversión. Estas empresas que acuden al mercado público de ahorro, requieren que se les brinde protección especial a los inversores, asumiendo un riesgo en la rentabilidad de la inversión con la esperanza de que su inversión sea rentable. Por eso se necesita analizar que el efecto que ha generado la conducta indebida del *insider trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú, así como en las negociaciones en nuestro mercado de valores, a fin de evitar que esta conducta siga influyendo en la aplicación del principio de transparencia.

La existencia del mercado de valores, permite tener mecanismos de canalización directa de recursos, constituyendo una alternativa adicional de financiamiento, como es también, la actividad de intermediación financiera indirecta realizada por los bancos y otras entidades financieras. Dentro del sistema económico, puede entenderse las siguientes funciones del mercado de valores:

- Analizar directamente la inversión.
- Proporcionar liquidez a los activos negociados.
- Facilitar la eficaz reducción de los riesgos.

Así, el mercado de valores puede ser utilizado como una herramienta de política económica, a fin de procurar la repatriación de capitales y la captación de inversión extranjera. Por ello, el mercado de valores, tiene como finalidad contar con un instrumento eficiente que posibilite la maximización del incremento de la riqueza social, esto quiere decir que el mercado de valores no es un fin en sí mismo, sino un medio para la obtención de la finalidad acotada.

2.5. La Oferta en el Mercado de Valores

2.5.1. Naturaleza Jurídica de la Oferta y Oferta Pública.

Para analizar el entorno jurídico de la Oferta, recurriremos a un enfoque doctrinario:

El jurista CARRARA, asevera que:

*“La oferta es un negocio jurídico porque el ordenamiento legal le reconoce efectos jurídicos, ya que la oferta tiene efectos jurídicos de obligar al proponente a no hacer acto alguno que haga imposible la ejecución de la relación que surgirá cuando la otra parte haya aceptado la oferta”.*²⁰

Analizando esta posición, consideramos que la oferta no es un acto jurídico que depende de una declaración unilateral de voluntad de carácter recepticia; así mismo, se afirma entonces que para entender a la oferta pública, primero se determinará qué público es el conjunto de sujetos que puedan estar interesados en dicha oferta.²¹ La oferta pública no constituye una oferta sucinta, sino una invitación amplia, en donde ya existe una parte que es el

²⁰ Esta posición la de Carrara está compartida por juristas como López de Zavaña, Muñoz, Alvaladejo, Cossio.

²¹ SCOGNAMIGLIO, Renato. *“Del Contratti in Generale”*. En materia de enseñanza. Pontificia Universidad Católica del Perú (Contrato parte General). pp. 187-200.

oferente, que realiza efectivamente la oferta, el proponente que es quien realizó la invitación o la llamada declaración unilateral no recepticia, y el que tiene la facultad de aceptar la oferta o no.

El análisis sobre oferta pública se ha realizado acorde con el Artículo 1388 del Código Civil de 1984, Oferta al Público, en el Libro VII “Fuentes de las Obligaciones”, Sección Primera, Contratos en General, Título II, “El Consentimiento”, que nos permite aplicar la norma especial en el mercado bursátil, así tenemos:

Artículo 1388.- La oferta al público vale como invitación a ofrecer, considerándose oferentes a quienes accedan a la invitación y destinatario al proponente.

Si el proponente indica claramente que su propuesta tiene el carácter obligatorio de una oferta, valdrá como tal²².

2.5.2. Oferta Pública de Valores Mobiliarios.

Después de haber analizado la oferta pública en concordancia con el código civil peruano, conviene advertir que tanto la Ley, como el ROPPV disponen un concepto de oferta pública de valores mobiliarios que especifica el concepto civil antes referido.

El artículo 4° de la Ley establece:

“Es oferta pública de valores mobiliarios, la invitación adecuadamente difundida que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a un determinado segmento de este, para realizar cualquier acto referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”²³.

²² Código Penal Peruano. Decreto Legislativo N° 295, publicado el 24/07/84.

²³ Artículo 4° del Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861. Publicada el 15/06/02.

Así como supletoriamente el artículo 6° del ROPPV, referente al alcance del término Oferta Pública, establece que:

Para efectos de la aplicación de la regla general contenida en el artículo 4°, el texto del artículo 4° de la Ley, referido a la oferta pública de valores mobiliarios, tiene el alcance que se señala a continuación:

a) Invitación.- Se considera invitación a toda aquella manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros, tenga ésta el carácter de invitación a ofrecer, simple oferta, promesa unilateral u otra que tenga por objeto efectuar o recibir propuestas vinculadas a lo señalado en el inciso e);

b) Adecuadamente difundida.- La invitación es adecuadamente difundida cuando se dirige a sus destinatarios, de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva, a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, que resulte idóneo para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario.

Se incluye asimismo la utilización de los servicios de las bolsas de valores o de las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados de negociación;

c) Público en general.- El público en general está conformado por el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional;

d) Segmento del público.- Se considera segmento del público al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo a las circunstancias, requieren de la tutela a que se refiere el Artículo 2, cuando su número sea tal que involucre el interés público. Se considera que se requiere dicha tutela cuando, en orden a la posibilidad de acceso a información relevante por dichas personas y/o a que ésta sea procesada por ellas, encuentren dificultades para adoptar una decisión libre e informada respecto a la invitación efectuada.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada.

Los accionistas u otros titulares de derechos de participación en una persona jurídica son susceptibles de ser considerados un segmento del público en los términos del presente inciso respecto de invitaciones efectuadas por dicha persona jurídica; y,

e) Acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios.- Comprende al relativo a la creación o enajenación de derechos patrimoniales referidos a dichos valores, incluyendo al derecho u opción de suscripción o adquisición.

Dicho acto jurídico, cualesquiera sean las características del mismo, debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente.

Cuando los derechos a que se refiere el inciso e) tengan la condición de valores mobiliarios, la oferta pública de los mismos se considera también una oferta pública de los valores respecto a los cuales versan sus derechos, debiéndose cumplir lo dispuesto en el presente Reglamento respecto de ambos valores. En tal supuesto, se deberá registrar y utilizar un prospecto informativo común²⁴.

Se establece del citado artículo 6º, que el modelo de la oferta pública debe basarse no solo en la libertad de los agentes para formular ofertas públicas, sino también en el reforzamiento de la transparencia y en la inscripción del valor en el RPMV.

Es necesario reforzar la denominada “Cultura de la Transparencia”, que constituye la última fase en la evolución de las formulas de protección del inversor en valores mobiliarios. La transparencia constituye, uno de los elementos centrales del modelo de regulación de las ofertas públicas en nuestro ordenamiento y el elemento directamente vinculado con la protección de los inversionistas. Según el ROPPV para efectos de aplicación de la regla general contenida en el párrafo anterior, es necesario tener los siguientes alcances:

La Invitación.- Es toda aquella manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros, teniendo el carácter de invitación a ofrecer una simple oferta, una promesa unilateral u otra cuyo objeto sea efectuar o recibir propuestas vinculantes de acuerdo a la ROPPV. El propósito

²⁴ Artículo N° 6 de la RESOLUCIÓN CONASEV N° 0141-1998-EF-94.10. Publicado el 21/10/1998. Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.

de esta invitación debe tener naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquiriente; así como de realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios incluyendo el derecho u opción de suscripción o adquisición.

El Emisor.- En general pueden emitir valores tanto las personas jurídicas de derecho público como privado, pueden ser emisores en teoría aquellas personas jurídicas organizadas de acuerdo a las formas societarias, los gobiernos locales, entidades estatales, etc. Pero en la práctica, la sociedad anónima se constituye en la emisora por excelencia.

El Ofertante.-. Es el sujeto que realiza la invitación, el cual podría ser dependiendo del caso, el propio emisor, la persona natural o jurídica que en un momento determinado tuviera la calidad de propietario de los valores, o también la entidad dedicada a la colocación y negociación de valores (agentes de intermediación).

El Destinatario de la Invitación.- El cual puede ser el público en general o un determinado segmento de este. De acuerdo a lo dispuesto en el ROPPV en su artículo 6º inc. c) anteriormente citado, define como público en general, al conjunto de personas inciertas ya sean nacionales o extranjeras que sea potenciales inversionistas en el territorio nacional.

Se considera como segmento del público, al conjunto de personas determinadas o no, que de acuerdo a las circunstancias requieren de la tutela a

que se refiere el artículo 2° “Finalidad y Principios Interpretativos” del reglamento acotado, así tenemos:

Es finalidad del presente Reglamento la tutela de los inversionistas en el mercado público de valores mobiliarios a través de la revelación, en forma veraz, suficiente, oportuna y clara, de toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicancias positivas y negativas de las transacciones que les sean propuestas, con la finalidad de que se encuentren en condiciones de adoptar decisiones libres e informadas respecto de las mismas, y que dicha revelación se efectúe del modo más eficiente. Se entiende por mercado público, aquél en el que se realizan transacciones con valores a partir de su oferta pública. Sin perjuicio de los demás principios aplicables, la interpretación de las disposiciones del presente Reglamento, para efectos de su aplicación, debe efectuarse en concordancia con la finalidad esbozada en el párrafo anterior²⁵.

Por tanto, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada. Teniendo en concordancia el Artículo 3° de la Ley y el artículo 5° literal b, ROPPV, se involucra el interés público y se presume por tanto, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada, así tenemos que el artículo 3° de la Ley establece:

Valores Mobiliarios.- Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor²⁶.

²⁵ RESOLUCIÓN CONASEV N° 0141-1998-EF-94.10. Publicado el 21/10/1998. Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.

²⁶ Artículo 3, DECRETO SUPREMO N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861. Publicada el 15/06/02.

Así mismo, el artículo 5° literal b, ROPPV, establece lo siguiente:

Para efectos de la aplicación de la regla general contenida en el artículo anterior, el texto del artículo 3° de la Ley, referido a los valores mobiliarios, tiene el alcance que se señala a continuación:

b) Emisión masiva.- Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste.

La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva.

La emisión de un número de valores superior al señalado en el párrafo anterior acarrea la presunción, salvo prueba en contrario respecto de lo señalado en el primer párrafo del presente inciso, de haber sido objeto de emisión masiva. Dicha presunción no alcanza a la emisión individual de valores que otorguen un derecho de crédito por empresas del Sistema Financiero facultadas a captar ahorros del público.

En el caso de un valor susceptible de división y transferencia independiente en el momento de su oferta, cada unidad divisible podrá ser considerada como un valor independiente²⁷.

Adecuadamente difundida.- Se realiza cuando la invitación se dirige a sus destinatarios de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informativos u otros que permita la tecnología, siempre que resulten idóneos para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario. Así mismo, se incluye la utilización de los servicios de las bolsas de valores o de las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados de negociación, descartando definitivamente el uso no autorizado de la información privilegiada por el *Insider Trading* (conducta indebida).

²⁷ Artículo 5° literal b), RESOLUCIÓN CONASEV N° 0141-1998-EF-94.10. Publicado el 21/10/1998. Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.

En conclusión, por oferta pública de valores mobiliarios entendemos, que es una manifestación de voluntad que representa una invitación para ofrecer una simple oferta o promesa unilateral, dirigida a un conjunto de personas indeterminadas o a un conjunto determinado de estas, siempre que requieran de la tutela que establece el ordenamiento legal del mercado de valores. Es necesario señalar que la oferta pública de valores mobiliarios puede ser primaria o secundaria. Es oferta pública primaria de valores, la oferta pública realizadas por personas jurídicas,²⁸ que intervienen para generar, crear y ofertar nuevos valores. Es Oferta Pública Secundaria, cuando la oferta tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente.²⁹ En dicha oferta pública de valores mobiliarios se constituye entonces la oferta pública de adquisición, de compra, de venta y de intercambio, las cuales se podrán realizar en un mecanismo centralizado de negociación como lo es, la rueda de bolsa o mercado bursátil, donde la organización esta reglamentada; la misma que también se puede realizar en el mercado extrabursátil bajo la forma de transacciones mobiliarias fuera de rueda de bolsa.³⁰

2.5.3. Oferta Privada de Valores Mobiliarios.

Constituye Oferta Privada, en principio todo supuesto en el que la oferta tenga como destinatario un número igual o menor de diez (10) personas, pues se considera inexistente para el interés público y salvo prueba en contrario, no

²⁸ Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Unico Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo 821 Artículo 53°. Publicada el 15/06/2002.

²⁹ Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Unico Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. Decreto Legislativo 821 Artículo 64° Publicada el 15/06/2002.

³⁰ TORRES VEGA, José Luis. “Emisión de Obligaciones en el Régimen Legal del Perú”. Editorial Cuzco. 2002. pág. 21.

exista la necesidad de proporcionar la tutela propia de las normas del mercado de valores. También estaríamos ante una oferta privada, cuando esta no hubiera sido adecuadamente difundida o cuando se trate de actos de liberalidad, pues estos no son actos de inversión.

El artículo 5° de la Ley referente a la Oferta Privada, establece:

Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello y siempre que no se utilice medios masivos de difusión, se considera oferta privada:

a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no podrán ser transferidos a terceros durante un plazo de doce (12) meses desde su adquisición, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores; y,

b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo, sea igual o superior a doscientos cincuenta mil Nuevos Soles (S/. 250,000). En este caso, los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros, con valores nominales o precios de colocación inferiores³¹.

Se señala entonces como supuestos de oferta privada, siempre que no se utilice medios masivos de difusión de la oferta, a los siguientes:

- Cuando la Oferta es dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales, los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no podrán ser transferidos a terceros durante el plazo de doce meses desde su adquisición, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el RPMV.
- La oferta de valores mobiliarios cuyo valor normal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a S/.250,000.00. (DOSCIENTOS CINCUENTA MIL NUEVOS SOLES), en este caso los valores no

³¹ Artículo 5, Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Unico Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. Decreto Legislativo 821 Artículo 64 Publicada el 15/06/2002.

podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros, con valores nominales o precios de colocación inferiores.

A diferencia de la oferta pública de valores que admite diversas formas en la manifestación de voluntad, la oferta privada sólo admitiría una declaración unilateral de voluntad de carácter recepticia, es decir la oferta, siempre y cuando lógicamente contenga en sí, todas las condiciones del contrato, porque sólo de esta manera podrá formarse esta con la sola promesa del aceptante.

Existe una tercera modalidad que ha cubierto muchas necesidades en el mercado internacional, y que recién tiende a difundirse en nuestro país, como son los Certificados de Depósito Americano (acciones que se venden y registran en los Estados Unidos como cualquier otra acción - ADRs) o Certificados de Depósitos Globales (son una variante de los ADRs, ofrecidos fuera de los Estados Unidos. Se negocian en múltiples mercados, en especial en la Bolsa de Luxemburgo o en SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation) que es un sistema basado en Londres - GDRs), títulos que representan acciones de capital de una empresa y que son emitidos por una entidad financiera depositaria.³² Se les denomina americano o global, en función al mercado al que van dirigidos, vale decir, el mercado norteamericano o internacional (esencialmente europeo) respectivamente, criterio que permite que puedan tener otras denominaciones dependiendo del destino.

³² Revista Jurídica IUS ET VERITAS. "Introducción al Mercado de Capitales". Rafael Reselló De La Puente. 2000. pp. 59-62.

2.6. Mecanismos de Supervisión de la Información.

2.6.1. Superintendencia del Mercado de Valores.

La SMV, ya comentada anteriormente³³, tiene la iniciativa importante de incentivar el crecimiento del mercado de valores en nuestro país, a continuación precisaremos más información de la SMV teniendo en cuenta las políticas de gobiernos en su vigencia.

A. Historia

Fue fundada como la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) el 28/05/1968, durante el primer gobierno del presidente Fernando Belaunde Terry, e inició sus funciones el 02/06/1970, el golpe del general Velazco Alvarado interrumpió su implementación, la misma que continuo con la promulgación del Decreto Ley N° 18302³⁴.

El 30/12/1992, durante el gobierno de Alberto Fujimori, se expidió el Decreto Ley N° 26126 que es la norma que regulaba esta entidad y la establece como institución pública del Sector de Economía y Finanzas, además estipula que la Conasev, tiene como finalidad la de promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas en la transparencia del mercado de valores y productos, a través de la regulación, supervisión, difusión de información, fortaleciendo la confianza y la transparencia entre sus participantes; apoyados en una organización tecnológicamente

³³ Op cit, pág. 22.

³⁴ DECRETO LEY N° 18302, vigente 02/07/70. Reestructuración de la Comisión Nacional de Valores.

competitiva que privilegia el conocimiento, el desempeño y la ética profesional. La Conasev, ante el incumplimiento de prohibiciones sobre el uso indebido de información privilegiada en la Ley, se origina la tipificación de una infracción administrativa, la cual será de grave o muy grave dependiendo de la calidad del infractor y de las repercusiones del mercado. En principio cuando se trate de directores, administradores, gerentes, auditores y otros funcionarios de una sociedad conforme a lo establecido en el Reglamento de Sanciones del Mercado de Valores (en adelante RSMV) Publicado en el diario Oficial El Peruano el 02/01/1992, la infracción será considerada muy grave y sujeta a multa o a la destitución de los infractores, y cuando se trate de otras personas, la infracción será considerada grave y sujeta a multa.

El Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, que entró en vigencia el 28/07/2011, se sustituyó la denominación de Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores por la de Superintendencia del Mercado de Valores. La Ley de Fortalecimiento de la SMV y la faculta a intervenir administrativamente los locales donde se presume se realizan actividades exclusivas del Mercado de Valores y de los fondos colectivos. Así mismo, precisa que la referida superintendencia será un organismo técnico y especializado adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas.

De acuerdo a la Ley de Fortalecimiento de la SMV, la institución estará facultada para requerir nivel mínimo de patrimonio o garantías adicionales, con el fin de reforzar acciones preventivas y no solas sancionadoras.

B. Finalidad

Es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas. Así mismo, tiene como finalidad velar por el cumplimiento de la ley de mercado de valores.

C. Funciones

De acuerdo a su ley orgánica, la SMV tiene como funciones:

- 1) Estudiar, promover y reglamentar el mercado de valores, controlando a las personas naturales y jurídicas que intervienen en este.
- 2) Velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de precios en ellos y la formación necesaria para tales propósitos.
- 3) Promover el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas.
- 4) Reglamentar y controlar las actividades de las empresas administrativas de fondos colectivos.

Las empresas bancarias, financieras y de seguros, no sólo están sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros, sino también a la SMV, por la función que desempeñan como intermediarias del mercado de valores y puesto que por obligación legal, sus acciones representativas de capital deben cotizarse en bolsa y por ende estar inscritas en el RPMV. La SMV, está facultada para imponer sanciones a las personas comprendidas en el ámbito de aplicación de la Ley, de sus reglamentos y de las demás disposiciones referidas al mismo.

La SMV, a través del RPMV, pondrá a disposición del público, la información sobre hechos de importancia el mismo día de recibida. Así el artículo 15° del Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada³⁵, señala que:

El incumplimiento de las normas establecidas en el presente Reglamento por parte del emisor sus directores, gerentes o funcionarios, de la Bolsa, del mecanismo centralizado de negociación y sociedades clasificadoras de riesgo, en los casos que corresponda, constituye infracción sancionable y su gravedad será determinada de conformidad con lo previsto en el Reglamento de Sanciones.

Sin embargo, en caso que la sociedad emisora incumpliera con las normas establecidas por el Reglamento, el directorio de la SMV, impondría las sanciones respectivas de acuerdo a la falta y gravedad de la misma.³⁶ Cabe agregar que las sanciones administrativas

³⁵ RESOLUCIÓN CONASEV N° 107-2002-EF/94.10. Publicado el 28/12/2002. Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones.

³⁶ El Artículo 12° inciso o), del Reglamento de Sanciones del Mercado de Valores (Resolución CONASEV N°. 910-91-EF/94-10-00) tipifica como inversión GRAVE, toda trasgresión a las normas

impuestas por la SMV, son sin perjuicio de la responsabilidad civil y/o penal que se deriven de las infracciones a la moderna ley del mercado de valores³⁷ y a sus reglamentos. Los infractores estarán obligados a indemnizar por los daños y perjuicios que hubieran causado con sus actos u omisiones.

La normatividad en la que se apoya legalmente la SMV es:

- Decreto Ley N° 26126 Ley Orgánica de la Conasev. Publicada el 24/12/1992.
- Ley N° 27649 Ley que modifica el Decreto Legislativo N° 861 Ley del Mercado de Valores Publicada el 23/01/2002.
- Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Publicada el 15/06/2002.
- Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores. Resolución CONASEV N° 31-1999-EF-94.10. Publicada el 05/03/1999.
- Reglamento de Operaciones en la Rueda de Bolsa de Valores de Lima. Resolución CONASEV N° 021-1999-EF-94.10. Publicada el 27/10/1999.
- Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios. Resolución CONASEV N° 0141-1998-EF-94.10. Publicado el 21/10/1998.

sobre presentación de información periódica y de hecho de importancia. De esta manera se tomarán en cuenta factores como líquidos, volumen negociado, patrimonio y número de accionistas, entre otros, para determinar el grado de importancia y la representación de estos en el mercado.

³⁷ Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. Publicada el 15/06/2002.

- Normas Complementarias al Reglamento de Oferta Pública y al Reglamento de Memorias Anuales y Reportes Trimestrales. Resolución CONASEV N° 0001-1998-EF/94.10. Publicada el 16/01/1998
- Normas Contables de las Sociedades Tituladoras. Resolución CONASEV N° 93-1998-EF-94.10. Publicada el 02/07/1998.
- Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riego. Resolución CONASEV N° 0074-1998-EF-94.10. Publicado el 25/04/1998
- Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras. Resolución CONASEV N° 26-2000-EF-94.10. Publicada el 04/05/2000.
- Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Compra de Valores Resolución CONASEV N° 630-1997-EF-94.10. Publicada el 24/10/1997.
- Reglamento de Agentes de Intermediación. Resolución CONASEV N° 843-1997-EF-94.10. Publicada el 18/12/1996.
- Reglamento de Solución de Controversias y Reglamento de Vigilancia del Mercado de la Bolsa de Valores de Lima. Resolución CONASEV N° 86-1998-EF-94.10. Publicada el 27/05/1998.
- Normas Contables de los Fondos de Inversión y Fondos Mutuos. Resolución CONASEV N° 628-1997-EF-94.10. Publicada el 25/10/1997.

D. Misión.

Promover la eficiencia del mercado de valores y productos, así como del sistema de fondos colectivos, a través de la regulación, supervisión y difusión de información, fortaleciendo la confianza y la transparencia entre particulares; apoyados en una organización tecnológicamente competitiva que privilegia el conocimiento, el desempeño y la ética profesional.

E. Autoridades

La máxima autoridad ejecutiva y titular del pliego presupuestario de la SMV es el Superintendente del Mercado de Valores, quien preside el Directorio de la institución y ejerce la representación oficial de la Superintendencia.³⁸

El Director es el órgano de la SMV encargado de aprobar las políticas y objetivos institucionales así como la normativa aplicable a los mercados bajo competencia de la SMV. Está compuesto por el superintendente del mercado de valores, quien lo preside y ejerce la representación oficial de la superintendencia; y cuatro directores nombrados por el Poder Ejecutivo mediante resolución suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas, uno a propuesta del Ministerio de Economía y Finanzas, uno a propuesta del Banco Central de Reserva del Perú y uno a propuesta de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de

³⁸ Por Resolución Suprema N° 57-2011-EF, el directorio está conformado por: Abogada Lilian del Carmen Rocca Carbajal (documento acreditado por el Presidente de la República del Perú Ollanta Humala Tasso y del Ministro de Economía Luis Miguel Castillo Rubio).

Pensiones. Además integra el Directorio de la SMV un director independiente, quien no debe tener conflictos de intereses ni encontrarse vinculado en el ejercicio de su profesión con las materias bajo la competencia de la SMV.³⁹

³⁹ La conformación del directorio está presidida por la Superintendente del Mercado de Valores Abg. Lilian Rocca Carbajal y los otros miembros del directorio del SMV son: Juan Miguel Echevarria Arrelano, Carlos Augusto Ballon Avalos, Mila Luz Guillén Rispa. Fuente www.smv.gob.pe. Año 2013.

CAPITULO III

EL INSIDER TRADING Y SU COMPORTAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO

3.1. Generalidades.

Insider, es un vocablo del idioma inglés, que permite designar a la persona perteneciente al mercado bursátil en el mundo, la cual se encuentra enterada e iniciada en el mercado de valores. Por iniciado se dice de la persona que actúa en bolsa (Bolsa de Valores) con información privilegiada de una empresa, esto es información reservada. Según el Diccionario Inglés-Español, de la *University of Chicago*, *Inside* significa interior, interno, secreto; en lo que concierne al mercado de valores.

Al respecto, anotamos la opinión de doctrinarios especializados en el mercado bursátil, como:

VIDAL RAMIREZ, Fernando afirma que el *Insider* es:

*“... aquel que al mantener una vinculación de carácter especial con la sociedad emisora, está en la posibilidad de obtener información privilegiada antes de que se ponga a disposición del mercado de valores y de los inversionistas, siendo información que llega a utilizar para obtener una indebida ventaja”.*⁴⁰

⁴⁰ VIDAL RAMÍREZ, Fernando. “*La Bolsa de Valores*”. Lima. Cultural Editores. Cuzco. 1993. pág. 435.

Siguiendo este enfoque, la doctrina especializada en los negocios de la bolsa de valores, ha generalizado la expresión *Insider*, en aquella persona con acceso a información privilegiada de una empresa, la misma que no puede ser dada a conocer al público anticipadamente o ser usada en su beneficio de forma ilegal.

3.2. Concepto de Insider.

Para esgrimir un concepto de *Insider*, es necesario que la información de una empresa debe entenderse en dos formas: La primera es la información que se hace pública al mercado de valores, a la que todo inversionista con un nivel medio de conocimientos bursátiles podría analizarla, utilizarla y la segunda es la denominada información privilegiada, que se caracteriza por tener noticias sobre eventos corporativos específicos o sobre posibilidades de hechos futuros, que puedan afectar de manera sustancial el precio de los valores de alguna compañía en particular. Sobre el tema, la Ley aborda algunos aspectos en el tratamiento de la citada información.

Esta información no se divulga sin previa autorización de las entidades supervisoras del mercado, pues dada su importancia logra influir en el acrecentamiento o rebaja del precio, y de la cotización de los valores. Esta modalidad de información es manejada por personas denominadas los *Insiders* dentro de la misma empresa, con la obligación de no divulgarla ni usarla para fines personales. Es necesario recordar que el mercado de valores se basa en la creación de intercambio de información, la misma que se considera confiable y que resulta valiosa, para las cotizaciones que circulan en él.

En conclusión, se define al *Insider*, como el miembro de un grupo limitado de personas y generalmente, con acceso restringido de información bursátil. En el contexto de la seguridad de la información, llamamos *Insider* a la persona perteneciente a la propia organización que provoca salidas de información (normalmente con su consentimiento). Estas personas suelen tener acceso a información sensible de la organización bien porque no contamos con las políticas de seguridad adecuadas o bien porque la propia organización le da acceso consciente o inconscientemente a esta información.

3.3. Concepto de Insider Trading.

Cuando la acción del *Insider* es indebida, al hacer un uso ilegal de la información privilegiada, estamos ante la figura del *Insider Trading*, conducta que se manifiesta de dos formas: La primera, es el simple aprovechamiento de la información al comprar o vender los valores antes de que la información se haga pública, obteniendo así beneficios mayores, y la segunda es el intercambio de información entre los interesados, que es el método más común y variado a la vez. Al respecto, el diccionario *The University of Chicago* de Inglés - Español, define a *trade (tréd)* como: comercio, trato, negocio en lo que concierne al mercado de valores; siendo así se considera al *Insider Trading*, como la negociación de información confidencial que realizan personas relacionadas a una empresa, para la venta o compra de valores mobiliarios, afectando los precios de estos, generando importantes beneficios a terceros así como para ellos mismos.

CACHÓN BLANCO, José Enrique; concuerda sosteniendo que:

“El Insider Trading quiere decir NEGOCIOS DE INICIADOS, son iniciados bursátilmente, todas aquellas personas que tienen información privilegiadas que afectan el precio de un valor y que no son conocidos por estos inversionistas. Insider Trading son las operaciones que realizan sobre tal valor aquellas personas que tienen informaciones privilegiadas.”⁴¹

En referencia al tema, el diccionario Inglés – Español Blocks define *Insider Trading*, como aquellas personas que realizan transacciones de una empresa, que poseen información interna y la usan de forma anticipada, causando perjuicio. La Ley se refiere al *Insider Trading* de manera sutil en su artículo 43º, estableciendo prohibiciones con respecto al uso, revelamiento y recomendaciones de la información privilegiada, delimitando de esta manera al *Insider Trading*.

Las personas que posean información privilegiada, están prohibidas de:

a) Revelar o confiar la información a otras personas hasta que ésta se divulgue al mercado;

b) Recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada; y,

c) Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada.

Estas personas están obligadas a velar porque sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas en este artículo.

Las personas que incumplan las prohibiciones establecidas en el presente artículo deben hacer entrega al emisor o fondo, cuando se trate de información relativa a las operaciones de los fondos mutuos, fondos de inversión y de pensiones, de los beneficios que hayan obtenido⁴².

A manera de conclusión, el *Insider Trading* es la persona que por estar vinculada a su empresa o empresas y su conducta indebida permiten que recaben información privilegiada que aún no es pública y negocian con esta información

⁴¹ CACHÓN BLANCO, José Enrique, “200 preguntas sobre Los Mercados de Valores”, Madrid Actualidad Editorial S.A. 1995. pág. 58.

⁴² Artículo 43º, Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. Publicada el 15/06/2002.

ilegalmente, para su beneficio propio y de terceros, afectando el desarrollo de la transparencia en el mercado de valores. El efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú, haciendo percibir la falta de equidad que supone que unos negocien con informaciones relevantes para la cotización de las que no disponen los demás inversores. Ante esta ruptura de las reglas del juego los inversores querrán apartarse del mercado. Por esto, con el fin de proteger la integridad y la transparencia del mercado, se prohíbe hacer uso indebido de la información privilegiada.

3.4. Naturaleza del Insider Trading.

Desde que en 1733 Sir John Bernard, uno de los mejores conocedores de las operaciones bursátiles realizadas en la Ciudad de Londres, denunciara que, poco antes, personas próximas a la Compañía de Indias holandesa se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, al disponer de información confidencial sobre la caída de beneficios de la sociedad y apresurarse a vender sus títulos, mientras que las participaciones en poder de los restantes inversores, al hacerse la noticia de dominio público, veían reducido su valor al cincuenta por ciento. Los medios jurídicos y financieros han mantenido viva en todos los países la preocupación por los efectos que conlleva la utilización abusiva de aquellas informaciones, a las que sólo tienen acceso determinados operadores por razón de la actividad profesional a que se dedican.

Esta práctica generalizada hoy en todos los países, sobre todo a la estrechez de los mercados, la ausencia de una normativa clara y la creciente vinculación corporativa entre la banca y el mundo empresarial, ha dejado de ser un privilegio de los mejores informados, social y jurídicamente tolerados, para convertirse en un comportamiento, calificado primero de incorrecto y más tarde de ilícito, sujeto en la actualidad a un dispositivo sancionatorio extremadamente riguroso. A este cambio de tendencia han contribuido no sólo los juristas, que desde la promulgación en 1934 de la *Securities Exchange Act*, no han cesado en el empeño de reforzar la sensibilidad jurídica de los Tribunales y de crear un estado de opinión contrario a tales comportamientos ilícitos, sino también, y de forma decisiva, la prensa económica y la propia opinión pública. Desde el momento en que la inversión mobiliaria se ha convertido en una de las formas de ahorro de capas de población económicamente débiles, las irregularidades cometidas en el mercado de capitales dejan de ser cuestión que afecta a unos pocos especuladores para interesar a un alto porcentaje de ciudadanos.

Pese a las consideraciones político-jurídicas en favor de la represión legal del *Insider Trading* o «negociación de iniciados» y al establecimiento en numerosos ordenamientos de sanciones respecto de estas operaciones fraudulentas, la problemática que suscita este fenómeno sigue estando en el centro de una áspera polémica bursátil en el mundo.

La explicación hay que buscarla, por un lado, en la resistencia de los sectores afectados, que han tratado de enmascarar el problema al amparo de la limitada transparencia que los acontecimientos bursátiles siguen teniendo frente al

gran público; por otro lado, en la incierta y controvertida apreciación de las consecuencias derivadas de la actuación de los iniciados frente a los inversores en valores mobiliarios, así como los restantes operadores económicos y el mercado en general. Y ello es así porque, pese a los esfuerzos realizados por la doctrina y la jurisprudencia bursátil, ni el concepto de “manipulación en los mercados financieros” tiene todavía un significado técnico- jurídico preciso, ni tampoco se encuentra unánimemente reconocida la impropiedad o irregularidad de estas operaciones.

Al contrario, una vez examinadas sus consecuencias, son muchos quienes como FISCHER y ROSS («*Should the Law Prohibit «Manipulation» in Financial Markets?»*»)⁴³, defienden la inocuidad de estas transacciones, que a su juicio tienen la virtualidad de incentivar la bolsa y la economía a la par que retribuyen la actividad profesional de los administradores de las sociedades. El beneficio personal del *Insider Trading*, conseguido gracias a la explotación de noticias obtenidas en el ejercicio de su propia función dentro de la sociedad, no sólo no vulneraría el deber de confidencialidad, sino que sería el injusto premio al espíritu emprendedor demostrado para alcanzar y descubrir una información no divulgada. Se señala finalmente que debido al índice de riesgo de las mismas, los eventuales efectos negativos tienden a autoexcluirse y que el alto costo económico que comporta la ejecución legal de la prohibición hace aconsejable renunciar a su establecimiento.

⁴³ FISCHER Y ROSS. “*Trading on Insider Information*” *In the Economic Structure of Law*. Harvard Press. 1991. pág. 453.

Teniendo los criterios esbozados en el derecho comparado, no ha sido ésta ciertamente la orientación seguida por el Derecho Español. De conformidad con lo establecido en la normativa comunitaria europea se ha optado finalmente por sancionar los abusos de información privilegiada, en el convencimiento de que, para que la bolsa pueda absolver la función de ser un mercado eficiente, es menester que toda la información con trascendencia bursátil esté disponible para el mercado y para sus operadores en igualdad de condiciones. Desde 1991 en lo relativo al *Insider Trading*, se prohíbe a quienes dispongan de información privilegiada realizar operaciones en el mercado sobre los valores afectados por tales informaciones; comunicar esta información a terceros, salvo que se realice en el ejercicio normal de su trabajo o funciones; recomendar la compra o venta de tales valores o hacer que otros los adquieran o cedan en base a tales informaciones. Se sanciona también como infracción, el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre información de los precios en el mercado de valores así como el incumplimiento de las obligaciones antes mencionadas.

La posición beligerante de los poderes públicos, al velar por el buen funcionamiento del mercado de valores, impidiendo y en su caso sancionando las transacciones incorrectas realizadas por los iniciados, reflejaría en último término la vigencia de determinados principios de “moral negocial” y con ello la necesaria concurrencia de normas éticas y normas jurídicas en la regulación del tráfico financiero. Basta un repaso al derecho comparado europeo para advertir que, junto a ordenamientos como la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid 10/09/1983⁴⁴ o

⁴⁴ Se aprueba la ley que daba origen definitivamente a la Bolsa de Madrid, Ley de Creación y Organización de la Bolsa de Madrid, redactada por Pedro Sainz de Andino. Entre los días 27 y 29 del mismo mes se publicaría íntegramente en La Gaceta de Madrid. Era un lugar de reunión de

en tiempos más recientes el inglés *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985 y *Financial Services Act* de 1986, en los que se cuenta ya con una normativa jurídica, al haber asumido el Estado la función represora de la actuación de los iniciados, existen países como Alemania en que la persecución de los abusos de información privilegiada viene confiada por los poderes públicos a entes y reglas auto normativas, a las que se someten voluntariamente las empresas que cotizan en Bolsa (*Insiderrecht* 1970, modificado en 1976 y 1988), por entender que las conductas de los iniciados sólo perjudican a las sociedades y a los propios operadores en el mercado.

La Comisión de las Comunidades Europeas⁴⁵ ha optado, por el contrario, por promover en todos los Estados miembros normas de carácter obligatorio y de origen legal. Cualquiera que sea la valoración de estos procesos legislativos, no parece posible admitir, que la valoración del *Insider Trading* esté sujeta a consideraciones de orden ético. Si se examina con alguna atención, el actual debate en torno a la represión del uso indebido de información privilegiada, tratar de evitar los graves daños sociales que produce, en términos de aumentos de costos y distorsiones en el sistema de los incentivos, aun a riesgo de asumir otros costos más graves derivados del procedimiento de represión, pone en juego prioridades políticas, jurídicas o económicas que nada tienen que ver con los principios y valores de la llamada “ética negocial”. Al establecer la exigencia de transparencia en las transacciones bursátiles, tanto las legislaciones nacionales como los modelos

comerciantes y agentes mediadores en donde se conciertan o cumplen las operaciones de contratación de activos mobiliarios, así se definía la Bolsa en el artículo 64º del Código de Comercio de 1829.

⁴⁵ La Comisión Europea es el órgano ejecutivo de la Unión Europea encargado de proponer la legislación, la aplicación de las decisiones, la defensa de los tratados de la Unión y de la UE. La Comisión actúa como un gabinete de gobierno, con los 28 miembros de la comisión. Hay un representante por cada Estado miembro, aunque los miembros están obligados a representar los intereses de la UE en su conjunto en lugar de su estado natal.

de autorregulación acogidos en los códigos de conducta se proponen preservar y facilitar las funciones encomendadas a los mercados financieros, en general, y a las bolsas en particular. La eficiencia de estos últimos presupone ciertamente la honestidad y lealtad de los operadores; tales comportamientos éticos tienen en la práctica, sin embargo, una dimensión esencialmente instrumental con vistas a una correcta asignación de los recursos.

3.5. Los Argumentos a favor y en contra del Insider Trading.

Existe diversidad de argumentos doctrinales en materia mercantil, con respecto a las ventajas y desventajas de implementar una regulación contra el *Insider Trading*. A continuación explicaremos las posiciones a favor y en contra de los mismos.

3.5.1. Posiciones a Favor

a) La Resolución de los Costos de Transacción

El Dr. Macey⁴⁶, especialista norteamericano en temas bursátiles, concluye que limitar a los *Insider Trading*, conduce a la pérdida de captación de recursos de la sociedad. Afirma que estos gastarían más recursos y energías para lograr su fin, que es la obtención y procesamiento de nueva información. Los *Insiders Trading* lograrían obtener a costo mucho menor, información de su empresa y de igual manera la facilitarían a las personas que acuden al Sistema de Intermediación Financiera (SIF) Directo o Mercado de Valores,⁴⁷

⁴⁶ MACEY, Jonathan R. *“Insider Trading, Economics, Politics and Policy”*, American Enterprise-Institute, Press, Washington D.C. 1991. pp. 18-40.

⁴⁷ TORRES VEGA, José Luis. *“Emisión de Obligaciones en el Régimen Legal del Perú”*, Editorial Cultural. Cuzco, 2002. pp. 18-21.

de lo contrario el inversor tendría que destinar más recursos para obtener la misma información que podría ser obtenida a menor costo por el *Insider Trading*.

En relación al tema, existen inversionistas profesionales, que invierten cuantiosos recursos para generar y desarrollar la información necesaria acerca de las distintas empresas que cotizan sus acciones en la bolsa de valores. Las mismas que son hechas por medio de intermediarios financieros (Agentes de Intermediación), que gastan grandes cantidades de dinero para asimilar y procesar dicha información de forma rápida, para poder efectuar transacciones de manera inmediata antes que la competencia se aproveche del valor contenido en la información. Los *Insiders Trading* en cambio, no tendrían necesidad de invertir tiempo y dinero en el proceso de obtención de la información privilegiada ya que a través de sus empleos, tienen acceso a este tipo de información de alta calidad, de manera directa de la empresa para la cual trabajan. Este grupo selecto sería el proveedor principal de la información privilegiada de su empresa, la cual mayormente circularía en el mercado de valores.

b) La Eficiencia del Mercado de Valores

Al existir una compra o venta de valores (valores mobiliarios), que se efectúe sobre la base de información privilegiada en el mercado de valores, se obtendría la disminución de los costos de transacción y permitiría un alto nivel de competencia entre los agentes que participan en la generación y análisis de la información de este mercado, creando una mayor eficiencia

en el mismo. Así tenemos que el *Insider Trading* cumple una función de analista bursátil, necesario para favorecer al inversionista en el mercado de valores. De ser así, dicho analista favorecería a los inversionistas con conocimientos económicos y financieros promedios, que por no tener acceso a la información ni a la sofisticación necesaria, están en inferioridad de condiciones técnicas y económicas para analizar los altos costos que garantizan la obtención y el estudio del proceso informativo. Los inversionistas dependerían necesariamente de los *Insiders Trading* para obtener la información necesaria para poder tomar decisiones en el ámbito del mercado de valores.⁴⁸

3.5.2. Posiciones en Contra:

Todo mercado de valores, debe garantizar la confianza del inversionista en igualdad de condiciones y justo trato. Existen diferentes teorías bursátiles acerca de como la práctica del *Insider Trading*, causa retrasos en aplicación de políticas económicas, finanzas, etc. Los retrasos afectan al mercado de valores y del mismo modo a quienes participan en él, como son los inversionistas y las empresas para las cuales los *Insider Trading* trabajan. Las posiciones en contra son las siguientes:

a) El Insider Trading y el acceso a la Información

El manejo indebido de la información privilegiada causa daño al inversionista (accionista), ya que este negocia valores mobiliarios con el *Insider* porque él primero no tiene acceso a la misma información, lo que le

⁴⁸ CONASEV: “*Semana de Protección y Educación al Inversionista*”, Cartilla Informativa, Lima, 1998. pp. 1-5.

otorga una clara ventaja al segundo. Si bien Macey⁴⁹ afirma que la información que el *Insider Trading* posee, no daña a los inversionistas, argumenta que la libre práctica del *Insider Trading* promueve la eficiencia en el cambio de precios de las cotizaciones de las acciones en el mercado de valores. Además argumenta que el *Insider Trading* permite que la información privilegiada, se traslade al mercado de valores a través de sus propias transacciones, beneficiando a los inversionistas en conjunto.

Contradictoriamente a Macey, los doctrinarios Choper and Coffe,⁵⁰ aseverando esta teoría contra los *Insiders Trading* sostienen que, estos retardan intencionalmente la distribución de información privilegiada en el mercado, para poder negociar con este primero, afectando seriamente la eficiencia del mismo. Esta demora causaría que los inversionistas negociaran valores a precios que no contienen la totalidad de la información, al no reflejar verdaderamente los riesgos escondidos en la cotización el valor y las perspectivas reales que se puedan crear. En esta misma teoría contra el *Insider Trading* es argumentada por Schotland⁵¹, en el sentido que si se permite cualquier tipo de transacción con información privilegiada, la posibilidad de demora en la distribución de la misma al mercado de valores es muy probable.

Añade Schotland, que deben implementarse restricciones y controles sobre el *Insider Trading* para desincentivar su conducta. Puesto que el

⁴⁹ MACEY Op. cit., pág 60.

⁵⁰ CHOPER; Jesse H., COFFE, Jhon C and MORRIS, Robert. “*Cases and Materials on Corporations*”. Little Brow and Company Boston. 1989. pág. 462.

⁵¹ SCHOTLAND, Roy A.: “*Unsafe at any Price: A reply to Mane Insider Trading and the Stock market*”. En: The Virginia Law Review, 1967. Vol. 53.

Insider Trading originaría la manipulación ilegal de la información, ya que este al tener acceso y control sobre dicha información, puede usarla cuando más le convenga; siendo aún más difícil que sea descubierto. Este tipo de sucesos genera la natural desconfianza en el inversionista porque considera que ha sido tratado de modo injusto y que se han favorecido de él y de su dinero, por lo que deja de participar en el mercado de valores.

Al no existir, una norma que obligue a todos los participantes en el mercado de valores a proporcionar toda su información adquirida por su gasto propio, así como en la generación de información en su beneficio al realizar una transacción, sería la excusa perfecta para que se justifique la presencia del *Insider Trading*, porque de lo contrario no sólo se incrementarían enormemente los costos de transacción, sino que también tendría como efecto que nadie compraría ni vendería nada ante la falta de motivación y posibilidad de invertir. Argumentos en los que se asientan las posiciones a favor del *Insider Trading*.

b) El Insider Trading y su efecto en el desarrollo de las Corporaciones

La libre práctica del *Insider Trading* le causaría más daño económico a las empresas. Esta teoría es la más discutida a lo largo de los últimos años. Bainbridge⁵² apoya esta teoría, sosteniendo que el *Insider Trading* no sólo daña a los accionistas de la empresa, sino a ella misma y a los inversionistas que negocian con sus valores; toda vez que existiría desconfianza entre los ejecutivos de la misma por los retrasos en la

⁵² BAINBRIDGE, Stephen. “*The insider Trading and the Dual Role or information*”. In: The Yale Law Journal. 1997. pág. 50.

distribución de la información, ya que la toma de decisiones en cualquier empresa requiere de información rápida e inequívoca.

En una empresa donde existen grandes estructuras jerarquizadas, como las grandes sociedades anónimas de hoy en día, la información se gradúa a través de múltiples niveles, antes de llegar a las manos de quien está a cargo de tomar las decisiones. A más niveles, mayor será la probabilidad de que esta información se distorsione y demore más para llegar a su fin; en consecuencia, la compañía está obligada a recortar este largo procedimiento para poder efectuar decisiones del modo más seguro. Frank Easterbook⁵³ contradiciendo esta teoría señala que la mejor manera para activar las transacciones, es que el *Insider Trading* actúe libremente, argumentando que los ejecutivos se ocuparían conjuntamente con sus empleados, para obtener la mejor información y analizarla de la manera más rápida posible a fin de facilitar el procedimiento de efectuar decisiones corporativas. Bajo esta argumentación el *Insider Trading* serviría para recompensar a aquellos ejecutivos que realizan la creación de información de alta calidad y que estén dispuestos a asumir riesgos. En esta opinión Carton Denio y Fischel Daniel⁵⁴ concuerdan en que, si un ejecutivo descubre una buena oportunidad para invertir los recursos de una empresa, estos servirían para incrementar el valor de la misma, beneficiando a otros ejecutivos y empleados de otras empresas.

⁵³ EASTERBROOK, Franck. "Trading on Insider Information" In the Economic Structure of Law. Harvard Press. 1991. pág. 453.

⁵⁴ CARTON Denio y FISCHEL Daniel. "The Regulation of Insider Trading. In the Stanford Law Review". 1983. Vol 35. pág. 35-37.

Otra modalidad, es el supuesto desarrollo de una empresa que desea fusionarse con otras empresas. Los *Insider Trading*, informados de la finalidad de su empresa así como de la realización de una oferta pública, usan ventajosamente la información de las acciones de la empresa a fusionarse. Consecuentemente, se genera el alza de las cotizaciones, consiguiendo asimismo que fracase la fusión, al lograr que la operación sea más costosa para su empresa, puesto que se filtró información antes de que la oferta se hiciera pública al mercado conforme a ley. Las conducta indebida realizada por el *Insider Trading* con información privilegiada, pueden alertar a terceros sobre algún suceso corporativo importante concerniente a una sociedad en particular.

Se perturba, de esta manera, el flujo de las negociaciones de los valores de la empresa afectándola negativamente, ya que interfiere con sus procedimientos y reduce su atractivo económico ante el mercado de valores. Las sanciones, penas y multas que la empresa pueda recibir por posibles actos de conducta del *Insider Trading*, permitirían el control necesario para que estos no corrieran riesgos que impliquen el temor de perderlo todo. Por consiguiente, es necesario que la información privilegiada pueda distribuirse eficazmente, a través de los procedimientos legales permitidos de propagación sobre información al mercado y aún costo menor, para no recurrir a la figura de la conducta indebida del *Insider Trading*.

Así tenemos, que Hui Ching-hoo, periodista en Taiwan a través de Valores y Futuros Oficina de Taiwán (SFB) de Taiwán, comenta sobre los castigos por primera vez de los Valores Investment Trust Corp (CUCI), de la conducta indebida del *Insider Trading* en el uso de la información privilegiada:

“Valores y Futuros Oficina de Taiwán (SFB) ha dictado una serie de castigos a los Valores Investment Trust Corp (CUCI), después de tres de los gestores de fondos de la empresa fueron acusados de manipulación de acciones. El organismo de control del mercado, dijo en su sitio web que no requiere Primera CUCI para despedir a los tres miembros del personal que participan y suspender el gerente general de la firma de los derechos durante un año. El SFB también ha prohibido Primera CUCI de invertir en el extranjero, la creación de oficinas de representación en el extranjero o la compra de participaciones en otros gestores de activos durante seis meses. Además, First CUCI no se le permite seguir toda la recaudación de fondos o renovar su cuota de fondos para la mitad del año. Los medios locales informaron que los tres gestores de fondos comprometidos delitos relacionados con tráfico de información privilegiada (en lo que se refiere a las existencias de Prescope Tecnologías Co), recibiendo NT \$4 millones (EE.UU. \$ 133.000) en sobornos en el proceso.”⁵⁵

c) La Inmoralidad del Insider Trading

La autonomía del *Insider Trading* para negociar con información privilegiada, generaría inestabilidad en las empresas. Les daría igual trabajar a favor de la sociedad o contra los intereses de la misma por sus propios beneficios. Es dificultoso detectar su comportamiento, a pesar de todas las medidas de seguridad que se puedan generar para tratar de contrarrestarlo. Así tenemos, que los ejecutivos de una empresa que tienen un comportamiento deshonesto, a pesar de estar bien remunerados y gozar

⁵⁵ Hui Ching-hoo, periodista, Taiwan, Categoría Noticias. Asia Asset Management Est. SFB de Taiwán. Castigos por primera CUCI uso indebido de la información privilegiada, 04 de abril 2013.

de varios privilegios, pueden desarrollar esta práctica sin problemas, no obstante la prohibición contenida en sus contratos con la misma.

Bernard Vaughan, Reuters ESTADOS UNIDOS, publicó (Reuters) - Scott London, el 29 de mayo del 2013, el ex socio de KPMG se declara culpable del plan del uso indebido de información privilegiada:

“Ex socio senior de la firma de contabilidad KPMG, aceptó declararse culpable de fraude de valores por su participación en el tráfico de información privilegiada, según un anuncio de la Oficina del Fiscal de EE.UU. en Los Angeles. Londres Bajo la supervisión de más de 500 profesionales de la contabilidad en KPMG y supervisó las auditorías de Herbalife Ltd (HLF.N) y Skechers EE.UU. Inc (SKX.N), según los fiscales. Se enfrenta a una pena máxima de 20 años en una prisión federal y una multa máxima de \$ 5 millones o el doble de las ganancias o pérdidas brutos resultantes de la infracción, de acuerdo con el acuerdo de culpabilidad.

Acuerdo entre las partes de Londres se produce una semana después de su antiguo compañero de golf Bryan Shaw declaró culpable de un cargo de conspiración para cometer fraude de valores por su papel en el esquema.

Shaw, un joyero, London dio dinero en efectivo, un reloj de lujo y otros regalos a cambio de consejos sobre Herbalife, Skechers y otras empresas que le ayudaron a generar más de \$ 1 millón en ganancias ilegales, según los fiscales.

Shaw varias veces dio bolsas llenas de dinero en efectivo en las reuniones en las esquinas y en los estacionamientos en Londres, según los fiscales.

En su declaración de culpabilidad, admitió que él dio Shaw información privilegiada en relación con un mínimo de 14 anuncios diferentes ingresos o adquisiciones de los clientes de KPMG, incluyendo de Herbalife 02 de mayo 2011 los ingresos anuncio y United Rentals "(URIN) 16 diciembre 2011 el anuncio de su adquisición de acciones de RSC, según los fiscales.

Shaw se comprometió a pagar alrededor de \$ 1.3 millones en restitución y seguirá cooperando con la investigación del gobierno como parte de su declaración de culpabilidad. Está programado su audiencia en la corte federa en la Oficina del Fiscal de EE.UU., en Los Ángeles.

*Shaw, quien se declaró culpable el 20 de mayo, tiene una audiencia de sentencia el 16 de marzo del 2014”.*⁵⁶

En el Perú, analizar la influencia de la conducta indebida del *Insider Trading* en la transparencia de la información privilegiada en nuestro mercado de valores, teniendo en cuenta el efecto que ha generado su conducta indebida en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú, significaría y permitiría evitar todo tipo de transacciones ilegales donde no existan privilegios de información privilegiada; sin embargo, es necesario ampliar su análisis; siendo necesario investigar la doctrina y normas ya existentes en el tema. Esto debido a que el desarrollo del mercado requiere de inversionistas y analistas, que puedan hacer uso de información (como factor fundamental) de los precios y distribuir los recursos de manera más transparente y eficiente, puesto que la importancia de la información en el desarrollo de una economía de libre mercado, es esencial.

La Información Privilegiada, es la materia prima básica con respecto a la totalidad de la información de una sociedad, esta es producida y negociada en la estructura corporativa del mercado de valores, por lo que producirla y después generarla, necesita de inversión de tiempo y recursos económicos valiosos, ya que ésta no puede ser gratuita y los que participan en el mercado de valores tienen que competir sanamente para adquirirla, reduciendo el costo de capital. La regulación y protección del mercado de valores por parte de los gobiernos de cualquier estado, se justifica por la

⁵⁶ Reuters ESTADOS UNIDOS, (Reporte de Bernard Vaughan, en Nueva York, Editado por Lisa Shumaker) edición EEUU, publicó el 29 de mayo del 2013.

necesidad primordial de garantizar un mercado capaz, que brinde al inversionista información veraz, oportuna, completa y económica sobre los aspectos bursátiles, facilitando la atracción y generación de los capitales necesarios para el desarrollo de cualesquier economía nacional.

Es necesario recordar que en el actual mundo financiero globalizado, cualquier situación de inestabilidad económica, política y social generaría poca concurrencia al mercado de valores, más aun si tenemos en cuenta que la competencia entre los distintos mercados que lo conforman, radica en captar la mayor cantidad de capitales posibles.

Entonces se hace necesario brindar un contexto de total transparencia asentada en sólidos conceptos legales que protejan al inversionista ante cualquier posible acto fraudulento y se pueda garantizar la actividad económica realizada en el mercado de valores, así como la debida aplicación de la política económica del Perú.

3.6. El Insider Trading en la Legislación Comparada

Resulta necesario analizar el *Insider Trading* en la legislación comparada. Es por ello que comentaremos el estudio realizado en países, que se distinguen en el mundo bursátil como los Estados Unidos de Norte América, donde se dio origen a una regulación que permitiera analizar y combatir la conducta indebida del *Insider Trading*, buscando vigilar la transparencia de su mercado de valores, sirviendo dicha regulación de inspiración para la legislación latinoamericana, en la creación

de normas para su control. Analizaremos además, la propuesta de Chile uno de los países líderes en América del Sur, por el gran desarrollo actual de su mercado de valores.

El tratamiento legislativo del *Insider Trading* se debe adecuar al contexto social, económico y financiero de cada país. Se necesita establecer un control muy estricto de ésta práctica por parte del ente regulador del mercado.

A. En los Estados Unidos de Norte América:

Los Estados Unidos de Norte América, para regular al *Insider Trading*, se basa en tres fuentes distintas: El Congreso de la Unión Americana que ha aprobado una serie de Leyes Federales sobre la materia; La *Securities Exchange Commission (SEC)*, como ente responsable de velar por la seguridad y el buen funcionamiento del mercado de valores, habiendo promulgado diversos reglamentos así como denuncias penales al *Insider Trading* y por otro lado los Tribunales Federales que han desarrollado una base jurisprudencial extensa, para interpretar las distintas normas que regulan el mercado de valores de la Unión Americana. A pesar de estos esfuerzos, la prohibición de la conducta indebida del *Insider Trading*, ha resultado ser una fuente de constantes conflictos y debates por la falta de un concepto claro que lo puntualice esta conducta, existiendo grandes cuestionamientos y ambigüedades con respecto a su aplicación.

Por tanto, se establece un deber fiduciario directo para los ejecutivos de la empresa, así como para sus empleados y para aquellos que por razón de prestación de servicios profesionales (abogados, auditores, consultores, etc.), tengan una relación con la misma. La prohibición alcanza a terceros ajenos a la empresa que vía el soplo de información (conducta indebida) puedan beneficiarse con la misma. Además, se establece la responsabilidad para la conducta indebida de los *Insider Trading*, de tomar las medidas necesarias para evitar que se utilice la información privilegiada de manera indebida por parte de sus subordinados y las personas que estén relacionadas a ello (*controlling person liability*).

Cabe agregar, que los *Insider Trading* y todos aquellos que hubiesen utilizado la información privilegiada, están obligados a devolver los beneficios y utilidades que hubieran obtenido con esta, por contravenir sus deberes fiduciarios establecidos por la sociedad para la cual trabaja, también pueden ser demandados judicialmente y son pasibles de pagar una indemnización a todo aquel que hubiese sido perjudicado por la conducta indebida del *Insider Trading*. Existe cerca de 60 años de desarrollo jurisprudencial norteamericano, además una definición clara y extensiva de la prohibición de la práctica de conductas atentatorias contra la transparencia, a través del uso indebido de la información privilegiada.

Finalmente, *The International Securities Enforcement Cooperation Act of 1990 (ISECA)* se concentra en la cooperación internacional de otros

estados para prevenir actividades fraudulentas en el mercado de valores. Sin embargo, ninguna de estas leyes contiene en sí misma definición alguna sobre la conducta indebida del *Insider Trading*. A pesar de la implementación de estas normas, el número de casos de *Insider Trading* que eran encontrados responsables, permaneció en poca cantidad en comparación al alto índice de violaciones a la ley que se producía por estos mismos *Insider Trading*. Es así, que como resultado se tuvo un sistema de control, donde sólo unos pocos eran castigados de manera muy severa, mientras otros lograban escapar.

B. En Chile:

En Chile, los primeros intentos de crear una Bolsa se realizaron en 1840 con muy poco éxito. En 1884 existían 160 Sociedades Anónimas, lo que obligó al establecimiento de un mercado de valores especializado que permitiera las transacciones de títulos. El 27 de noviembre de 1893 se fundó la Bolsa de Comercio de Santiago, un paso trascendental para inyectar vitalidad y dinamismo a la economía nacional. En esos años, ya existían 329 Sociedades Anónimas, la mayoría de ellas dedicadas a la minería.

En el siglo pasado, ocurrieron hechos importantes que afectaron directamente las operaciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. La primera de ellas que merece ser destacada, es la crisis económica de principios de la década del 30 que afectó a Chile, así como a la gran mayoría de los países del mundo. Bajo el modelo de economía de

mercado adoptado a partir de 1973, y dentro del marco de crecimiento económico que ha predominado en el país desde la década de los 80, el mercado de valores chileno ha experimentado un desarrollo extraordinario, caracterizado por un crecimiento sustancial de las operaciones bursátiles, de las emisiones de valores; así como la diversificación de los instrumentos transados y la apertura de nuevos mercados. Por otra parte, durante este período, importantes inversionistas institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión de capital extranjero y fondos mutuos se incorporaron a la bolsa de comercio de Santiago.

Otro proceso que cabe destacar en el desarrollo del mercado de valores de Chile, durante la década del 90 hasta la actualidad, es la apertura de compañías chilenas al mercado internacional mediante la emisión de Certificados de Depósitos Americanos (ADR's) y la internacionalización de empresas locales a través de su participación en la adquisición de importantes compañías ubicadas principalmente en Latinoamérica. No obstante estos positivos resultados, en esta evolución de largo plazo se produjeron algunos retrocesos, debido a la crisis económica 1981 – 1982, al ajuste aplicado a principios de 1990, así como la situación derivada de la crisis asiática.

En otro plano, a partir del año 1991, la bolsa de comercio chilena adquirió un compromiso con el uso de tecnologías de punta, iniciando en ese año la sistematización de sus principales procesos, llegando a la fecha

a contar con una red propia de más de 1000 terminales conectados a sus equipos Tandem, resistentes a cualquier falla y orientados a dar acceso a una vasta gama de servicios Internet a los usuarios del mundo. Con una historia centenaria en el mercado bursátil chileno, los principales desafíos al futuro de la bolsa de comercio, están dirigidos fundamentalmente hacia el desarrollo y la profundización del mercado de valores, avocándose a su vez, a la integración de su bolsa con los mercados financieros internacionales, a la incorporación de las nuevas tecnologías que enfrenta la industria bursátil y a incentivar la participación de los inversionistas en el mercado.

Fue necesario el análisis de la conducta indebida del *Insider Trading* en el mercado chileno, que sirvió de base para entender su regulación y su concepto. La actual Ley de Mercado de Valores de Chile N° 18.045, modificada por la Ley N° 20.448 que fuera publicada el 13 de Agosto de 2010, establece de manera clara su objetivo en lo que respecta a la regulación de las operaciones, personas que participen y actividades que se realicen en el mismo, basándose en la transparencia que protege al inversionista.

❖ **Transparencia en el Mercado Chileno**

Así, en el artículo 2° de la vigente ley, se faculta a la Superintendencia de Valores y Seguros⁵⁷ a vigilar el cumplimiento de la ley y velar por la integridad del mercado.

⁵⁷ Es la fusión de la Superintendencia de Compañía de Seguros con la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles, La Superintendencia de Sociedades Anónimas, Compañía de Seguros y Bolsas de Comercio, para así crear la continuadora legal de ésta es la actual Superintendencia de Valores y Seguros, creada el 23 de diciembre de 1980 por el DL N°3.538.

En su artículo 10° prescribe que todas las entidades inscritas en el registro de valores están obligadas a proporcionar:

“De manera veraz, suficiente y oportuna todo hecho o información oficial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento a la superintendencia y al público en general”.

Es decir, la divulgación de hechos corporativos o información privilegiada que pueden afectar la cotización de los valores, deben ser hechas de inmediato, para que los inversionistas puedan tomar decisiones acerca de los valores que les interese negociar. De esta manera, se pretende que los precios de los valores que circulan en el mercado, reflejen la información disponible en este para así hacerlo más eficiente, proponiéndose generar la confianza de los inversionistas en el mismo.

En su artículo 12° establece:

“Que toda persona natural o jurídica posee el 10% o más del capital suscrito de una sociedad que coticen en bolsa, está en la obligación de informar a la superintendencia y a las bolsas donde estas coticen, de toda adquisición o venta de acciones que efectúe, dentro de los cinco días siguientes a la transacción”.

Así, se busca ejercer el control en aquellos, que basándose en su poder frente al accionariado de una empresa en particular, pueden utilizarlo para especular y controlar el precio de las mismas en beneficio propio.

❖ Definición del Insider Trading en el Mercado Chileno

Es importante resaltar que la Ley Chilena en su artículo 13º, define al *Insider Trading* de la siguiente manera:

*“Los directores, administradores y en general cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso o información de la sociedad y de sus negocios, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, deberán guardar estricta reserva”*⁵⁸

Sé prohíbe también a las personas mencionadas en el artículo anterior, el develar la información reservada para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Ellos deberán prevenir, para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza. A manera de comentario sobre la Ley Chilena, coincidimos con las apreciaciones de los doctrinarios chilenos que refieren: “Que las personas mencionadas en el artículo anterior, que hayan actuado en contravención a lo establecido en este artículo, deberán devolver a la casa social toda la utilidad, es decir lo que hubieran obtenido a través de transacciones de valores de la sociedad“. Asimismo, toda persona perjudicada por infracción a lo dispuesto en el artículo precedente, tendrá derecho a demandar indemnización, excepto si estaba en conocimiento de la información reservada.⁵⁹

⁵⁸ Ley del Mercado de Valores de Chile, Ley N° 18.045, modificada por la Ley N° 20.448 del 13 de agosto de 2010.

⁵⁹ Ley del Mercado de Valores de Chile, Ley N° 18.045, modificada por la Ley N° 20.448 del 13 de agosto de 2010.

❖ **El Rol del ente regulador del Mercado para combatir al Insider Trading en Chile**

La Superintendencia de Valores y Seguros⁶⁰, tiene las facultades para combatir y castigar al *Insider Trading*, con la cancelación o suspensión de la licencia de un corredor de bolsa o un agente de valores cuando tome parte en forma culpable o dolosa en transacciones no compatibles con las sanas prácticas de los mercados de valores.⁶¹ Además, la ley prohíbe la especulación con las cotizaciones de los valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de los mismos, responsabilizando a las personas naturales y jurídicas que lo hagan con sanciones pecuniarias (daños y perjuicios) así como sanciones penales y administrativas.

La Ley obliga a la bolsa a reglamentar sus propias actividades en lo que respecta a la promoción de un mercado abierto y bien informado en beneficio de los inversionistas en general. Las bolsas deberán denunciar a aquellos que cometan fraudes y otras prácticas ilegítimas, de sus reglamentos o sus estatutos internos; de ser así, la superintendencia castigará a los gerentes, directores y a todo aquel que no se sujeten a lo establecido, con sanciones administrativas y civiles (daños y perjuicios).

⁶⁰ Superintendencia del Mercado de Valores de Chile, creada el 23 de diciembre de 1980 por el DL N°3538, institución cuya personalidad jurídica y patrimonio propio, que es vinculada al gobierno de Chile a través del Ministerio de Hacienda.

⁶¹ Artículo 36°, inciso c) de la Ley del Mercado de Valores de Chile, Ley N° 18.045, modificada por la Ley N° 20.448 del 13 de agosto de 2010.

Efectivamente, las autoridades chilenas permiten la atracción de capitales extranjeros a su emergente economía dentro del contexto de América del Sur y del mundo con su legislación bursátil. La regulación del mercado de valores chileno, respondió a una política de apertura económica, que hizo posible un desarrollo sostenido y eficiente del mismo a lo largo de las dos últimas décadas.

El modelo de regulación bursátil chilena, es digno de imitar por los demás países de la región, por la claridad de las normas y conceptos que permiten la generación de la confianza necesaria entre los inversionistas extranjeros y nacionales que buscan participar en su mercado de valores. Siendo primordial la búsqueda de una cooperación efectiva entre los entes reguladores de los Estados de esta parte del continente, que cuenten con un mercado de valores, para que conjuntamente se combata la conducta indebida del *Insider Trading* y otras prácticas fraudulentas de manera integral, logrando competir eficientemente en la atracción de capitales foráneos hacia sus mercados.

3.6.1. La Comunidad Internacional y sus esfuerzos para combatir el Insider Trading

En los últimos años, Estados Unidos de Norteamérica ha firmado acuerdos de cooperación internacional con varios estados y ha promulgado la

legislación necesaria que permita el cumplimiento de las normas que regulan su mercado de valores fuera de sus fronteras, pero con el compromiso de respetar las diferencias culturales y la soberanía de estos. Así, el Congreso de la Unión aprobó el *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA)* y el *International Securities Cooperation Act (ISECA)* que autorizó a la The Securities Exchange Commission (*SEC*) a prestar su apoyo a entes reguladores de otros estados. Se crearon los tratados que apoyaron al Legal Mutua (*MLAT*) y los Memorandums de Entendimiento (*MOUS*) para mejorar los esfuerzos internacionales para combatir la conducta indebida del *Insider Trading* que a continuación desarrollamos:

Los Mlats.- Son acuerdos bilaterales, mediante los cuales dos estados deciden apoyarse mutuamente en la investigación de hechos ilegales bursátiles al obtener evidencias y pruebas. Imponen sanciones y congelan los activos ilegalmente obtenidos y depositados en bancos extranjeros por parte de *Insiders Tradings*. Para lograr su exigibilidad, los acuerdos contienen provisiones que establecen como requisito la doble ilegalidad, lo que ha obstaculizado esfuerzos en donde el *Insider Trading* no es ilegal, haciendo este proceso tedioso y burocrático en lo que se le refiere a la cooperación entre los entes reguladores de cada estado. Hasta 1997, los Estados Unidos ha firmado estos tratados con Argentina, Bahamas, Las Islas Vírgenes, Canadá, Las Islas Caimán, Italia, México, Montserrat, Marruecos, Holanda, España, Suiza, Tailandia, Turquía, Uruguay, Bélgica, Colombia y Jamaica.

Los Mous.- También son acuerdos bilaterales entre estados, pero que no contienen los requerimientos de doble ilegalidad, por lo que son más expeditivos. Toman menos tiempo para su oposición y no requirieren ser notificados para las legislaturas de los distintos estados a diferencia de los *MLATs*. Sin embargo, no son de obligatorio cumplimiento por parte de los estados firmantes, lo cual les facilita para poder lograr sus fines. Estas dificultades incluyen diversos tipos de actitudes y percepciones acerca de la legalidad de esta práctica, distintos procedimientos legales y la escasa intención sancionatoria por parte de las distintas autoridades responsables de mantener el orden en el mercado.

La falta de consenso para tratar de definir esta práctica, ha hecho difícil su prohibición en el ámbito mundial, obstaculizando esfuerzos para poder sancionarlos de manera efectiva. Cabe indicar que los distintos procesos legales para aplicar la ley de un país determinado a transacciones internacionales fraudulentas, que se realizan en títulos de compañías y en moneda nacional del mismo en otro país, han demostrado ser intrincados. Por ejemplo, los investigadores del fraude Bursátil provenientes del país “A” se encuentran casi limitados en su accionar por los funcionarios del país “B”, en lo que respecta a la obtención de pruebas de la colaboración de los testigos implicados, así como en la competencia de la jurisdicción sobre el hecho y el cumplimiento en un fallo judicial del país “A” en el “B”.

Ante la necesidad de eliminar esta práctica y facilitar la cooperación internacional para sancionarlo, distintos países como los Estados Unidos de Norte América y los Estados miembros de la Unión Europea, han decidido tomar las medidas necesarias para lograrlo, reconocen la importancia de preservar la transparencia y confianza en sus respectivos mercados de valores. De esta manera, la cooperación entre los entes reguladores de distintos países para combatir las prácticas bursátiles fraudulentas, así como la conducta indebida del *Insider Trading* en el área internacional, ha sido un paso muy importante, ya que se reconoce la obligación de desarrollar políticas reguladoras y legislación de uso común, para poder cumplir esa tarea de manera integral.

3.7. Protección al Inversionista en el Mercado de Valores

En la actualidad presenciamos con asombro y beneplácito el colosal desarrollo del mercado de capitales. La fuerza del mercado se ha desenvuelto a escala mundial de manera tal, que mercados inimaginables como el de China Popular, Rusia, Checoslovaquia o Polonia se han incorporado vigorosamente a sus mecanismos. Este auge, incluye el uso de nuevos instrumentos bursátiles así como la creación de mercados de futuros y de opciones.

En relación con el uso indebido de información privilegiada, la jurisprudencia en el derecho comparado⁶² considera que, el criterio rector que inspira la tipificación de estas muy graves conductas indebida por el *Insider Trading*, es el de garantizar el buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público inversor, así como todos los actores que a ellos concurren y lo hacen en igualdad de condiciones, sin que deban tolerarse abusos con el principio de transparencia en la información, que dañan de modo especial la integridad de aquellos mercados y frustran las expectativas de los inversores de buena fe.

Existe una regulación armonizada en los mercados europeos de valores mobiliarios, así tenemos que se aprobó la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), que exige a los Estados miembros la represión de estas prácticas mediante medidas o sanciones, incluso de orden penal, dotadas de contenido disuasorio. Las normas legales internacionales bursátiles, se aplican acompañadas de una sanción, teniendo una finalidad disuasoria y a la vez proporcionada (por ello vinculan la multa al importe del beneficio), por tanto, vienen a incorporar a nuestro derecho bursátil, aquellas exigencias en materia de integridad de los mercados financieros.

En la actual globalización de la economía, nuestro mercado de valores ha sucumbido también, como casi la totalidad de los mercados de América Latina, al arrollador avance de la modernidad y a la fascinante tecnología que exhibe el mercado de valores en el mundo de hoy. En este contexto la superintendencia del

⁶² Sentencia del Tribunal Supremo de España, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, Sentencia de 28 Enero 2013, rec. 2513/2009; Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona, Publicado el 6 marzo 2013 de RDMF.

mercado de valores en el Perú, impulsa el desarrollo del mercado, estableciendo en especial los cauces para una adecuada protección del inversionista y la consiguiente difusión del accionariado de las empresas. Así mismo, garantiza y promueve la iniciativa individual y tutela a las empresas que cotizan en bolsa, pues si los inversionistas saben que están protegidos concurrirán al mercado con la tranquilidad de saber que su buena fe no será sorprendida.

En suma, nuestra legislación en mercado de valores, alienta el espíritu de empresa y el ahorro de las personas, todo ello bajo el control estatal que debe asegurar que se cumpla las reglas de juego establecidas.

3.8. Protección que ofrece el Mercado

Bajo la premisa, que la confianza es la esencia del mercado, las disposiciones legales en nuestro medio, persiguen asegurar que esa confianza no se resienta, de manera que los riesgos que pueda afrontar el inversionista, sean únicamente los que se derivan de su propia decisión.

La estructura legal de nuestro mercado de valores descansa básicamente, en la Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores⁶³, y en la propia Ley del Mercado de Valores (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores). Ambos contienen los mecanismos y procedimientos que permiten una adecuada protección para el inversionista. La Ley encarga a la Superintendencia

⁶³ Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores, Decreto Ley N° 26126, publicada el 30 de diciembre de 1992. www.smv.gob.pe.

del Mercado de Valores, la trascendental tarea de velar por la protección de los inversionistas.

Existen también otras normas que apuntan a brindar esta protección, como son por ejemplo las disposiciones contenidas en las dos últimas constituciones políticas del Perú. Así tenemos en la Constitución para la República del Perú de 1979⁶⁴ establece:

“Artículo 115.- La Iniciativa Privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado. El Estado estimula y reglamenta su ejercicio para armonizarlo con el interés social”.

En correlación a lo antes esgrimido, tenemos a la Constitución Política del Perú de 1993⁶⁵ que instituye:

“Artículo 58.- La Iniciativa Privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado. Bajo este régimen, el Estado orienta el desarrollo del país, y actúa principalmente en las áreas de promoción de empleo, salud, educación, seguridad de la población, servicios públicos e infraestructura”.

Es a este nivel constitucional donde el mercado de valores se encuentra protegido, ya que se proclama entre otros principios, que la iniciativa privada es libre; que el Estado reconoce el pluralismo económico, que el Estado facilita y vigila la libre competencia, que la libertad de contratar garantiza que las partes puedan pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato, que la inversión nacional y extranjera se sujetan a las mismas condiciones, que el Estado defiende el interés de los consumidores y usuarios; etc.

⁶⁴ Constitución para la República del Perú, vigente desde el 12 de julio de 1979.

⁶⁵ Constitución Política del Perú, vigente desde el 31 de diciembre de 1993.

En realidad, desde el punto de vista normativo, el mercado de valores está organizado para brindar seguridad y confianza a los que participan en dicho mercado: inversionistas, empresas emisoras, intermediarios, bolsas de valores y la autoridad rectora del mercado. Sin embargo, la Ley ha dedicado en su texto un título especial sobre el tema en investigación, es el título de Protección al Inversionista. Aquí se regula lo concerniente a la clasificación de riesgos, a la reserva bursátil, a las sociedades anónimas abiertas, a los minoritarios y a los certificados de suscripción preferente. La inclusión de este título específico, poco usual en otras legislaciones sobre el mercado de valores, denota la especial importancia que le ha dado el legislador a este personaje y actor indiscutible del mercado, el Inversionista.

Con el propósito de abordar los aspectos legales básicos bursátiles en el Perú, los que intervienen en la protección al inversionista en el proceso de su ingreso, permanencia y salida del mercado, desarrollamos las siguientes instituciones del mercado de valores.

f) Protección en la Información

❖ La Transparencia

Es un principio fundamental del mercado de valores, que significa el hacer posible que todos los inversionistas cuenten, en igualdad de condiciones, con información suficiente, fidedigna y oportuna sobre las empresas e instrumentos (valores mobiliarios) objeto de negociación. Todo esto con el propósito de otorgar a los inversionistas, las garantías debidas en la toma de

sus decisiones susceptibles de afectar seriamente su patrimonio. En este sentido, el deber de información excede el carácter de una obligación meramente legal para alzarse como resultado de una de las garantías básicas de mercado.

Si todos los participantes del mercado, en especial los inversionistas, disponen de la información suficiente para tomar sus decisiones bursátiles en igualdad de condiciones y oportunidades, tendrán las mismas posibilidades de ganar o perder, es decir, habrá aumento o pérdida de riqueza para todos los participantes en el mercado de valores, de lo contrario no estaría respetando el principio de transparencia.

❖ **El Registro Público de Valores e Intermediarios**

Este Registro está a cargo de la SMV y en él están obligadas a inscribirse las empresas que realizan oferta pública de acciones, bonos, etc., o mantienen inscritos tales valores en las bolsas de valores. También se inscriben las empresas calificadas como sociedades anónimas abiertas, sociedades agentes de bolsa, los fondos mutuos de inversión en valores (las sociedades que los administran) y las empresas clasificadoras de riesgo.

La importancia del mencionado registro, que forma parte de la estructura orgánica de la SMV, radica en que toda la información de las empresas y valores inscrita en él, está a disposición del público en general y especialmente de los inversionistas, quienes en forma gratuita pueden

acercarse a revisar y examinar la información que necesitan para decidir su inversión.

❖ **Obligación de las Empresas de Informar sus Hechos de Importancia**

La inscripción en el registro público de valores e intermediarios, acarrea para la empresa emisora de las acciones o bonos, etc., la obligación de informar a la SMV y a la bolsa de valores, el lugar de inscripción de sus valores, diversos hechos de importancia sobre su acontecer social, de carácter legal, económico o financiero, como por ejemplo: distribución de dividendos, capitalizaciones, juicios, etc. Estos hechos deben ser divulgados por la empresa en forma veraz, suficiente y oportuna. La SMV ha reglamentado el tipo y calidad de información apta para ser calificada como hecho de importancia y en consecuencia, sujeta a la obligación de información por parte de la empresa (Resolución Conasev N° 307-95-EF/- 94.10.0).

Dentro del concepto de transparencia, el hecho de importancia, juega un rol preponderante en el mercado, pues el inversionista confiado en esos hechos, podrá tomar la decisión que mejor le convenga a sus intereses.

❖ **Información Periódica de Carácter Financiero**

Las empresas inscritas en el Registro Público (Los Valores e Intermediarios), deben presentar a la SMV y a la bolsa de valores, con carácter periódico, sus decaimientos financieros trimestrales no auditados y su información financiera auditada anual. Junto a esta información presentan su correspondiente memoria del ejercicio.

❖ **El Uso Indevido de la Información o Información Privilegiada**

La Ley, rechaza y sanciona la utilización de información relativa a una empresa que todavía no ha sido divulgada al mercado como hecho de importancia, hecho que califica como información privilegiada. En tal sentido, los directores, administradores y auditores de una empresa y en general, quienes por razón de su cargo o actividad tengan acceso a los actos o negocios de ella, están obligados a guardar reserva absoluta respecto de tales actos o negocios, cuando puedan influir en la cotización de los valores.

Esta obligación de guardar reserva, corresponde también a cualquier otra persona que de alguna manera tenga acceso a este tipo de información privilegiada. La información privilegiada está regulada por la Resolución Conasev N° 359-93-EF/94.10.0. Publicada el 22 de diciembre de 1993.

b) Protección en las Operaciones de Compra y Venta

b.1. Inversión en el Mercado de Valores

No obstante, que el riesgo de la inversión en el mercado es de entera responsabilidad del inversionista, la ley ha diseñado también un sistema de protección que contribuye a eliminar cualquier elemento extraño a la propia decisión de cada inversionista. Así tenemos:

- **Diligencia, Lealtad e Imparcialidad de las Sociedades Agentes de Bolsa:** Las sociedades agentes de bolsa y en general los agentes de intermediación como

las personas que presten asesoría a los inversionistas, están obligados a realizar sus actividades con diligencia, lealtad e imparcialidad, otorgando siempre prioridad absoluta al interés de su cliente. Si existiese conflicto de intereses entre sus clientes, el agente de intermediación o el asesor deben abstenerse de toda preferencia.

Las obligaciones, responsabilidades y prohibiciones de las sociedades agentes de bolsa, con respecto a las operaciones del mercado de valores en que intervienen, están previstas en la Ley en sus artículos 131° y 132° respectivamente:

Artículo 131°.- Autorregulación.- Las bolsas deben reglamentar su actividad y la de las sociedades agentes que operen en ellas, vigilando el cumplimiento de la presente Ley y de las normas complementarias dictadas por CONASEV o por la Bolsa.

CONASEV podrá delegar en una o más Bolsas las facultades que la presente Ley le confiere, respecto a las sociedades agentes y a los emisores con valores inscritos en dicha bolsa.”

Artículo 132°.- Funciones.- Son funciones de las bolsas:

- a) Inscribir y registrar valores para su negociación en bolsa, así como excluirlos. Los acuerdos adoptados por la bolsa al respecto, tendrán vigencia luego de la inscripción o exclusión del valor del Registro;*
- b) Fomentar la transacción de valores;*
- c) Proponer a CONASEV la introducción de nuevas facilidades y productos en la negociación bursátil;*
- d) Publicar y certificar la cotización de los valores que en ellas se negocien;*
- e) Brindar servicios vinculados a la negociación de valores;*
- f) Proporcionar a las sociedades agentes los locales, sistemas y mecanismos que les permitan la aproximación transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos y la imparcial ejecución de las órdenes respectivas;*
- g) Ofrecer información veraz, exacta y oportuna acerca de los valores inscritos en ellas, sobre la marcha económica y los hechos de importancia de los emisores de dichos valores, así como información relativa a las sociedades agentes y las operaciones bursátiles;*
- h) Resolver en primera instancia, sin perjuicio de la facultad de CONASEV de resolver en última instancia administrativa, las controversias que se susciten entre las sociedades agentes, y entre*

éstas y sus comitentes, cuando el asunto no sea sometido a arbitraje o al Poder Judicial;

i) Promover que las controversias entre las sociedades agentes o entre éstos y sus comitentes se resuelvan mediante conciliación y, en caso de no ponerse de acuerdo, mediante arbitraje;

j) Supervisar a las sociedades agentes para que actúen con observancia de las normas legales y reglamentarias correspondientes, así como sancionarlas por el incumplimiento de dichas normas, de acuerdo con el respectivo reglamento, sin perjuicio de la facultad de CONASEV de resolver en última instancia administrativa; y,

k) Realizar otras actividades afines y compatibles que sean autorizadas por CONASEV.”

•Supervisión de las Bolsas de Valores.- Entre las importantes funciones que deben realizar las bolsas de valores se encuentran las siguientes: Ofrecer información al público sobre los valores cotizados y transados en ellas. Velar porque las Sociedades Agentes de Bolsa y quienes las representan, actúen de acuerdo con los principios de la ética comercial y con sujeción a las disposiciones legales, reglamentarias y estatutarias que les sean aplicables.⁶⁶

•El Sistema de Recepción y Registro de Ordenes y Asignación de Operaciones.- Todas las Sociedades Agentes de Bolsa deben contar con un sistema automatizado de recepción, registro de órdenes y asignación de operaciones, lo mismo que debe ser aprobado previamente para cada sociedad por la SMV. Este sistema, facilita a la sociedad agente de bolsa, atender las órdenes e instrucciones de sus clientes y asignar sus operaciones a través de sistemas computarizados, que impiden cualquier intromisión o alteración externa que desvirtúe la intención del cliente.

⁶⁶ Revista N° 9 EL ECONOMISTA. “La Bolsa de Valores y su Rol en el Mundo”. Abg. Homero Absalón Salazar Chávez. Año 5 - 2013. Publicación de la Universidad Nacional de Cajamarca. pp. 18-19.

El sistema tiene como ventaja y seguridad para el inversionista, que la sociedad agente de bolsa en la asignación de las operaciones, respetará el derecho que le da a cada uno de sus inversionistas con el registro cronológico de sus órdenes.

•Beneficios en las Operaciones de Bolsa.- Las operaciones realizadas en las bolsas de valores gozan de tres características o beneficios importantes:

- Los documentos en los que consten las operaciones realizadas en bolsa, aparejan ejecución, si están certificados por la bolsa de que se trate.
- Se presume de pleno derecho, el consentimiento del cónyuge que transfiere acciones, bonos, etc.
- Son irreivindicables los valores que se negocien en la bolsa, lo que quiere decir que el adquirente en la bolsa tiene el derecho al disfrute pacífico de sus valores.

•El Fondo de Garantía de las Bolsas de Valores.- Las bolsas de valores deben mantener un Fondo de Garantía, con la finalidad exclusiva de respaldar la reposición a los clientes de las sociedades agentes de bolsa de lo siguiente:

- Los valores entregados para su venta en rueda de bolsa, o adquiridos en rueda de bolsa.
- El importe entregado para la compra de valores en rueda de bolsa o que provenga de ventas efectuadas en dicha rueda.

El Fondo de garantía se constituye con las contribuciones que las sociedades agentes deben satisfacer mes a mes equivalentes a tres diez milésimos de uno por ciento (0.0003 %) del monto efectivo que negocien diariamente.

•Las Garantías de las Sociedades Agentes de Bolsa.- En respaldo de los compromisos que asume antes sus clientes inversionistas, toda sociedad agente de bolsa debe constituir una garantía que está en función al capital social elegido por la Sociedad Agente para desempeñarse como tal en el mercado. El monto de esta garantía puede ser incrementado en función del monto anual de transacciones de la sociedad agente, conforme lo tiene dispuesto la SMV, mediante Resolución Conasev N° 291-94-EF/94.10.0. Dicha garantía puede adoptar las modalidades de depósito bancario, carta fianza bancaria o certificado bancario en moneda nacional o extranjera. En todos los casos, tales garantías deben estar a favor de la SMV.

La garantía de las sociedades agentes de bolsa, pueden ser ejecutadas por resolución fundamentada de la SMV para:

- Asegurar la cobertura de toda responsabilidad que emane de la intervención de la sociedad agente en las operaciones con valores.
- Permitir la devolución de la diferencia de precio o la restitución de valores por la ejecución infiel de órdenes o por el uso indebido del dinero o de los valores encomendados a la sociedad agente para su intermediación o administración.

- Hacer frente a eventuales dificultades en el cumplimiento de la liquidación de cartera, atribuibles a la sociedad agente.

El trámite de la reclamación, la ejecución y distribución de garantías así como el pago de las mismas, está normado en el reglamento correspondiente, aprobado por Resolución Conasev N° 030-94-EF/94.10.0.

Por otra parte, los certificados de participación de las sociedades agentes de bolsa (que es un título emitido por la bolsa de valores que representa una parte alícuota de su patrimonio), están afectos al pago de cualquier responsabilidad que derive de la actuación de la sociedad agente de bolsa en el mercado de valores, tal cual lo dispone el artículo N° 101 de la Ley, precisado por la Resolución Conasev N° 186-95-EF/94.10.0.

Artículo 101°.- Derecho de Preferencia.- Los titulares de acciones de capital tendrán derecho a suscribir las acciones que emita la sociedad como resultado de aumentos de capital mediante nuevos aportes, en forma proporcional al valor nominal de las acciones que tenga en propiedad.

Los accionistas de la sociedad tendrán también derecho de suscripción preferente de los bonos convertibles que emita ésta en proporción a su participación en el capital social. Asiste igual derecho a los titulares de bonos convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda según las bases de la conversión.

Sin perjuicio de lo dispuesto anteriormente, el contrato de emisión de los bonos convertibles puede establecer el derecho preferente a suscribir nuevas acciones a los titulares de los bonos convertibles.

•La Reserva Bursátil.- La reserva bursátil significa que los directores, funcionarios y trabajadores de las sociedades agentes de bolsa así como los integrantes del consejo directivo, funcionarios y trabajadores de las bolsas de

valores, están prohibidos de suministrar información sobre los compradores y vendedores de los valores cotizados en bolsa, a menos que se cuente con autorización escrita de los inversionistas.

También están obligados a guardar reserva los directores, funcionarios y trabajadores de la SMV. La reserva bursátil no es aplicable cuando existan pedidos formulados por el poder judicial o cuando la información concierna a transacciones ejecutadas por personas implicadas en el tráfico ilícito de drogas.

- La Suspensión de la Negociación en la Bolsa.- Cuando exista cualquier circunstancia grave, que a juicio de la bolsa de valores o de la SMV pueda afectar los intereses de los inversionistas, cualquiera de dichas instituciones puede disponer la suspensión transitoria de la negociación en bolsa de un valor determinado.

Las suspensiones que dispone la bolsa de valores, no pueden exceder de cinco días hábiles, mientras que las suspensiones que disponga la SMV rigen hasta por treinta días hábiles, prorrogables hasta tres veces, por períodos de treinta días hábiles. La SMV también puede dictar una suspensión por plazos mayores, pero sin exceder de un año.

c) Protección en la Transferencia de Valores

❖ La Ejecución y Liquidación de las Operaciones:

- Formas y Plazos Establecidos en el Reglamento de Operaciones en Rueda.- La ejecución y liquidación de las operaciones están reguladas minuciosamente en el Reglamento de las Operaciones en Rueda de Bolsa. Asimismo, existen otras normas expedidas, tanto por la SMV como por las bolsas de valores que garantizan la oportunidad, certeza y pago en la ejecución de una operación.

Es de anotar, que el uso de moderna tecnología por parte de la bolsa de valores constituye una garantía adicional de seguridad, celeridad y confianza en las operaciones de rueda de bolsa.

- Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores.- Estas instituciones están previstas en la Ley tienen por objeto el registro, custodia, compensación, liquidación y transferencia de valores que reciben de las bolsas de valores, sociedades agentes de bolsa, empresas financieras, y otras personas que determina la SMV.
- La Caja de Valores.- La bolsa de valores mantiene un importante y eficaz servicio propio para el registro de valores, representado por anotaciones en cuenta y para valores representados por títulos, por el Institución de Compensación y Liquidación de Valores CAVALI.

Este servicio contribuye a la agilidad y eficiencia en la liquidación de las operaciones que se realizan en dicha bolsa. En la actualidad se ha constituido en la entidad depositaria de valores más importante del mercado.

d) Otros Mecanismos de Protección

d.1. La Clasificación de Riesgos

La clasificación de riesgo fue un sistema inédito en nuestro mercado hasta que se dictó la Ley. Este sistema, apareció en la segunda mitad del siglo anterior en los Estados Unidos de Norteamérica. Tiene hoy en día numerosos países que como el Perú, han adoptado sus métodos en sus mercados correspondientes.

La clasificación de riesgo aspira a determinar el riesgo asociado a un valor. Este riesgo, resultado de la aplicación de un conjunto de procedimientos, es realizado por las empresas clasificadoras de riesgo. Entre sus ventajas, puede destacarse la de brindar información pública sobre la calidad de los valores expuestos a clasificación, facilitar a los inversionistas un instrumento adicional para la administración de sus riesgos. Para el caso de los emisores, influye en el aumento de la capacidad de colocación primaria de sus valores, en razón de que usualmente, los inversionistas prefieren invertir en papeles previamente calificados.

d.2. Las Sociedades Anónimas Abiertas

Estas empresas son aquellas que realizan oferta pública de sus acciones o cuando su capital social se encuentra en poder de más de 25 accionistas, que posean en conjunto más del 30% del capital social sin que individualmente ninguno posea más del 5%. También son sociedades abiertas, aquellas que tengan emitidas por oferta pública, acciones con preferencia sin derecho a voto o títulos representativos de obligaciones convertibles en acciones, en una proporción acumulada superior al 25% de su capital social. Estas empresas están sometidas al control y supervisión de la SMV y se inscriben en el RPMV.

En estas sociedades, el Directorio debe constituirse necesariamente con representación de la minoría, contando en todos los casos con Consejo de Vigilancia.

-) Los Accionistas Minoritarios:

La doctrina del derecho societario considera que los derechos del accionista dentro de una sociedad anónima constituyen una tercera categoría de derechos, distinta a los derechos reales o a los derechos de crédito, constituyendo una especie de derechos personales y corporativos⁶⁷. Conforme al tercer párrafo del artículo 84° de la Ley General de Sociedades Ley N° 26887⁶⁸, determina que los derechos de los accionistas corresponden o son inherentes únicamente a las acciones creadas y emitidas, y son independientes de si ellas se encuentran

⁶⁷ La Sociedad Anónima, Oswaldo Hundskopf Exebio, Editorial Normas Legales, Primera Edición. 2013, pp 113-125.

⁶⁸ Ley General de Sociedades. Ley N° 26887 publicada el 05/12/1997.

representadas por certificados provisionales o definitivos, anotaciones en cuenta o cualquier otra forma permitida por la ley.

Artículo 84°.- Emisión de acciones

Las acciones sólo se emiten una vez que han sido suscritas y pagadas en por lo menos el veinticinco por ciento de su valor nominal, salvo lo dispuesto en el párrafo siguiente.

En la emisión de acciones en el caso de aportes en especie se estará a lo dispuesto en el artículo 76°⁶⁹.

Los derechos que corresponden a las acciones emitidas son independientes de si ellas se encuentran representadas por certificados provisionales o definitivos, anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma permitida por la Ley.

La Ley ha querido contemplar medidas especiales de protección al accionista minoritario. Según la ley, el accionista minoritario es aquel que directa o indirectamente posee una participación en el accionariado de la empresa no mayor, a la requerida para acceder a la elección de un director.

Entre los principales beneficios, para estos accionistas tenemos:

- Los accionistas que representan más del 25% del capital social de la empresa pueden solicitar la inscripción en bolsa de una determinada clase de valores de dicho emisor. En este caso la inscripción se limita a las acciones de propiedad de los solicitantes.

⁶⁹ Artículo 76°.- Revisión del valor de los aportes no dinerarios.- Dentro del plazo de sesenta días contado desde la constitución de la sociedad o del pago del aumento de capital, el directorio está obligado a revisar la valorización de los aportes no dinerarios. Para adoptar acuerdo se requiere mayoría de los directores.

Vencido el plazo anterior y dentro de los treinta días siguientes, cualquier accionista podrá solicitar que se compruebe judicialmente, por el proceso abreviado, la valorización mediante operación pericial y deberá constituir garantía suficiente para sufragar los gastos del peritaje.

Hasta que la revisión se realice por el directorio y transcurra el plazo para su comprobación no se emitirán las acciones que correspondan a las aportaciones materia de la revisión.

Si se demuestra que el valor de los bienes aportados es inferior en veinte por ciento o más a la cifra en que se recibió el aporte, el socio aportante deberá optar entre la anulación de las acciones equivalentes a la diferencia, su separación del pacto social o el pago en dinero de la diferencia.

En cualquiera de los dos primeros casos, la sociedad reduce su capital en la proporción correspondiente si en el plazo de treinta días las acciones no fueren suscritas nuevamente y pagadas en dinero.

- La inscripción de acciones de trabajo de una empresa, puede realizarse por los titulares de dichas acciones que representan cuando menos el 25% del total emitido.
- La empresa que efectúe oferta pública de valores, está obligada a repartir entre sus accionistas el porcentaje que fije la SMV de las utilidades netas obtenidas en el ejercicio económico.
- Las empresas que hubiesen realizado oferta pública de acciones, no pueden otorgar a sus directores una participación en las utilidades netas del ejercicio económico por encima del 10%.
- La SMV está encargada de dictar medidas que confieran una efectiva protección a los inversionistas minoritarios.

d.3 Los Certificados de Suscripción Preferente

Cuando una sociedad anónima que tiene sus acciones de capital inscritas en bolsa decide aumentar su capital mediante nuevos aportes, el derecho de preferencia para la suscripción de las acciones por emitir, debe ser incorporado a un título de carácter circulatorio que se denomina certificado de suscripción preferente. Este certificado puede ser negociado libremente en bolsa o fuera de ella dentro de los plazos establecidos, de no existir la influencia de la conducta indebida del *Insider Trading*.

e) Instancias para la Solución de las Controversias o Reclamos

De acuerdo a ley, el Directorio de la SMV, tiene la atribución de resolver definitivamente en la vía administrativa, las controversias que se susciten entre las bolsas de valores y las entidades emisoras o las sociedades agentes de bolsa, entre éstos y las dos primeras y, entre las sociedades agentes de bolsa y sus inversionistas.

Sin embargo, es bueno tener en cuenta que si el inversionista así lo desea, puede agotar sus reclamos en forma previa a la SMV, ante la propia sociedad agente de bolsa, ante la bolsa de valores y eventualmente, ante la asociación de agentes de intermediación.

A. Sanciones

La SMV tiene la atribución de imponer sanciones a quienes contravengan la Ley o las disposiciones normativas dictadas por dicha institución, sin perjuicio de las atribuciones de los consejos directivos de las bolsas de valores.

Las sanciones que puede imponer son: amonestación, multa, suspensión, intervención, cancelación, revocación y destitución. Tales sanciones son independientes de la responsabilidad civil o penal que pudieran derivarse de los actos infractores.

3.9. La Responsabilidad Civil frente a una conducta indebida del *Insider Trading*.

3.9.1. Aspectos Generales

Hablar de Responsabilidad Civil, es referirse a un conjunto de consecuencias jurídicas de carácter económico a las que se somete un sujeto por encontrarse en una situación jurídica subjetiva de desventaja⁷⁰.

A decir de Fernando de Trazegnies Granda sobre Responsabilidad Civil tenemos:

*Responsabilidad y riqueza personal. El primer acercamiento entre la situación jurídica derivada del daño y las consideraciones de carácter económico que envuelven a las partes, se ha basado en una comprobación simple: el agente y la víctima no tienen necesariamente la misma capacidad económica; por consiguiente, cuando existe una manifiesta desigualdad, el Derecho no puede ignorar este hecho que forma parte del tejido de la situación jurídica.*⁷¹

José León Barandiarán, en sus Comentarios al Código Civil Peruano publicados en 1953, asume una orientación subjetivista, con alguna concesión a la teoría del riesgo:

*"Se puede decir firmemente que la idea de culpa sigue siendo la idea capital de la responsabilidad civil dentro de nuestro Código. El principio del riesgo y de la culpa objetiva intervienen, pero sólo en determinados casos"*⁷²

⁷⁰ Juan, ESPINOZA ESPINOZA. *Derecho de la Responsabilidad Civil*. 4ta Ed., Gaceta Jurídica. 2006.

⁷¹ Fernando, TRAZEGNIES GRANDA *La Responsabilidad Extracontractual* (ARTS. 1969-1988) Fondo Editorial Pontificia Universidad Católica del Perú. 2001. Séptima Edición Tomo I, Biblioteca Para Leer El Código Civil Volumen IV. 2001.

⁷² José, LEON BARANDIARAN: *Comentarios al Código Civil Peruano. (Derecho de Obligaciones). Acto Jurídico*. Ediar Soc. Anon. Editores. Buenos Aires. 1954. pág. 396.

Teniendo lo establecido por los doctrinarios anteriores, en concordancia con nuestro Código Civil de 1984, tenemos las siguientes características de la Responsabilidad Civil:

- ✓ Responsabilidad Civil es de índole legal.
- ✓ Responsabilidad Civil implica una afectación patrimonial.
- ✓ Situación jurídica es la posición que tienen los sujetos u objetos ante el ordenamiento jurídico. Esta situación, cuando se trata de una posición subjetiva, puede ser de ventaja (implica supremacía) o de desventaja (implica sometimiento).

3.10.2. Funciones de la Responsabilidad Civil

Dentro de las funciones en la responsabilidad civil tenemos las siguientes:

- a) Función satisfactoria.-Plena satisfacción persona: resarcir o indemnizar.
- b) Función compensatoria (cuando el daño se ha producido).
- c) Función de equivalencia (correspondencia entre el costo del daño y el costo asumido por el responsable).
- d) Función sancionatoria (punishment): el valor agregado a modo de sanción para desincentivar la conducta dañosa similar a futuro.
- e) Función preventiva (tratamiento de las causas).
- f) Función disuasiva (crear conciencia).

3.10.3. Elementos de la Responsabilidad Civil

Refiriéndonos al Derecho Comparado, recogemos lo mencionado por el Abogado Argentino Federico Juan Manuel MANGOLD MORO⁷³ referente a la responsabilidad civil del *Insider Trading*, establece:

Verificado un ilícito societario, aplicada -por el organismo de contralor- la multa pertinente y materializado el cobro de de la misma –en instancia firme- deberá destinarse parte del producido de la imposición resultante a las sociedad/es perjudicada/s, con el propósito que procedan a distribuir entre sus socios -y únicamente entre aquellos que permanecieron detentando participaciones societarias aún durante la época crítica, mitigando de mediante este procedimiento, en modo alguno, las “corridas”- la proporción que se establezca en la asamblea de accionistas encargada de aprobar el pertinente balance de ejercicio que, a esos efectos, habrá de incluir en un rubro específico el aludido recupero.

La utilización de información confidencial, la violación del deber de reserva y toda una amplia gama de ilícitos relacionados con el uso indebido de información en negocios con valores negociables (Insider Trading) debe ser sancionada, no solo por el daño efectivo -propio de las relaciones de cambio- sino que debe incorporarse al plexo normativo regulatorio una figura concreta -vinculada a éste instituto- que contemple el daño potencial, en razón de su afectación a la credibilidad -propio de las relaciones de organización- de naturaleza punitiva, con destino a la comunidad y/o a los accionistas que permanecieron dentro de la sociedad en cuestión, en resguardo de la equidad y la buena fe comercial.

En la actualidad, los principios rectores en materia de transparencia en el ámbito de la Oferta Pública deben orientarse en el sentido de tutelar el -que denominamos- “daño intangible”, enervado cual postulado indiscutible de resguardo.

Los elementos de la responsabilidad civil en el Perú, teniendo en consideración a TABOADA CORDOVA, Lizardo; son⁷⁴:

⁷³ Abogado – Miembro del Instituto de Derecho Comercial del C.P.A.C.A.B.A. – U.N.A. – F.E.I.E.I.- fjm1mm@yahoo.com.ar Buenos Aires. Argentina.

⁷⁴ TABOADA CORDOVA, Lizardo, *Elementos de la Responsabilidad Civil*, 2da Ed., Lima, Editorial Jurídica Grijley, 2003.

- Comportamiento Dañoso: es la conducta generadora de consecuencias dañosas. Para el caso del *Insider Trading*, estaría referida a la conducta indebida desarrollada por este de revelar información privilegiada a inversionistas competidores, cuando existe la obligación de no revelar dicha información.
- Consecuencia Dañosa: refiere a los daños producidos tras la afectación de un interés jurídicamente protegido. Para el caso del *Insider Trading* estaría dada en el perjuicio causado al inversionista, cuya información confidencial y privilegiada es revelada a su competencia, atentado gravemente contra su economía.
- Relación Causal: es el nexo existente entre el comportamiento dañoso y la consecuencia dañosa producida; determinándose entre una gama de posibles causas cuál es ésta. En este caso existiría un nexo entre la conducta indebida y la lesión (perjuicio) que le genera al inversionista.
- Criterio de Imputación: es la razón por la cual se atribuye el costo económico del resarcimiento de la víctima al responsable.

No cabe duda de que en nuestro Código Civil Peruano en su artículo 1969, se coloca en una posición subjetivista, atribuyendo responsabilidad y, por consiguiente, obligando al pago de una indemnización solamente a quien sea "culpable" por dolo o culpa

Art. 1969.- *Aquél que por dolo o culpa causa un daño a otro está obligado a indemnizarlo. El descargo por falta de dolo o culpa corresponde a su autor.*⁷⁵

En este caso de comprobarse que el *Insider Trading* ha desarrollado una conducta ilícita, tendría que asumir una responsabilidad por el daño ocasionado, en la medida que se trata de un factor subjetivo al existir una acción dolosa por parte del *Insider Trading* que a sabiendas que la información privilegiada es reservada, utiliza dicha información para obtener un beneficio económico, perjudicando al accionista que invierte en el mercado de valores.

3.10.4. Las consecuencias dañosas que pueden ser objeto de resarcimiento

La conducta indebida del *Insider Trading*, generaría daños materiales, referidos a los daños económicos, es decir, que afectan el interés económico del sujeto respecto a los bienes, que serían:

DAÑO EMERGENTE: es aquella que refiere a las consecuencias dañosas que implican un egreso del bien del patrimonio del afectado. Es decir que el inversionista respecto del cual se divulga su información por parte del *Insider Trading*, sufre menoscabo en su patrimonio.

LUCRO CESANTE: que refiere a la ganancia que se pierde como consecuencia del daño. El inversionista que se había proyectado a percibir beneficios por su negociación en el mercado de valores con la compra de acciones, ve perder una gran oportunidad de obtener rentables beneficios.

⁷⁵ DECRETO LEGISLATIVO N° 295 Código Civil del Perú. 24/07/84. Sección Sexta, Responsabilidad Extracontractual: Artículo N° 1969 *Indemnización por Dolo o Culpa*.

3.10. Conductas del Insider Trading que generan consecuencias de Tipo Penal

3.10.1. Nociones Generales.

Es fundamental una mayor efectividad en el proceso de ahorros e inversión en el mercado de valores, pues constituye una expectativa para la expansión de la inversión privada que se logra efectivamente con la transparencia en el mercado de valores, estableciendo enlaces adecuados para que el inversor actúe en dicho mercado. Es por ello que la actual legislación sanciona el uso indebido de la información privilegiada de una empresa, por intermedio de procedimientos administrativos y penales; así, nuestro código penal⁷⁶ (en adelante C.P.), en su título X de los delitos contra el Orden Financiero y Monetario, se ocupa de los delitos de Uso de Información, considerando el delito de Beneficio por uso de Información Privilegiada realizada por *Insider Trading*.

Al respecto, podemos señalar los siguientes tipos penales:

- ❖ “Aquellas personas que rehúsen suministrar a la autoridad competente la información que se requiere o la presente de modo inexacto”, estos serían los representantes de una sociedad; así es la aplicación del artículo 242° de nuestro C.P., donde se sanciona este comportamiento con una pena privativa de la libertad no mayor de dos (2) años, pudiendo ser este el caso del *Insider Trading* que desempeña el cargo de gerente de una empresa, que

⁷⁶ Código Penal Peruano, DECRETO LEGISLATIVO N° 635, Promulgado el 03 de Abril de 1991, Publicado el 08 de Abril de 1991. Actualizada al 17 de enero de 2013, de acuerdo con la Disposición Final Segunda de la Ley Orgánica de junio de 2012.

no emite a la Superintendencia de Mercado de Valores SMV, su información económica y comercial, o que emitiéndola lo hace de forma errónea, necesaria para una oferta pública que desean realizar.

- ❖ Por otro lado, de existir una información que se presenta como aparente, se aplicará la sanción dispuesta por el delito Administración Fraudulenta artículo 198° inc 2 del C.P., con una pena privativa de la libertad no menor de uno (1) ni mayor de cuatro (4) años, teniendo como muestra el caso en el que incurre el *Insider Trading*, siendo este miembro del directorio de una empresa, proporcionando datos falsos relativos a la situación económica de una persona jurídica para una futura emisión de acciones en el mercado de valores.

- ❖ Y finalmente el delito de beneficio por el Uso de Información Privilegiada Artículo 251° - A del C.P.⁷⁷, que siendo más específico en la descripción del comportamiento delictivo del *Insider Trading*, prescribe que los agentes delictivos serán aquellas personas que obtengan un beneficio o se origine un perjuicio de carácter económico en forma directa o a través de terceros, mediante el uso indebido de la Información Privilegiada, siendo reprimidos con pena privativa de la libertad no menor de uno (1) ni mayor de cinco (5) años. Este supuesto podría darse

⁷⁷ Artículo incorporado por la Novena Disposición Final del Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores (15/06/02).

por ejemplo, en el caso de fusión de la empresa, donde el *Insider Trading*, informado de la intención de su empresa, usa ventajosamente la información sobre las acciones de su empresa, generando de esta forma que las cotizaciones suban, consiguiendo así que fracase la fusión, al hacer la operación más costosa para su empresa, antes que la oferta saliera al mercado.

- ❖ Asimismo, el segundo párrafo del Artículo 251° - A del C.P., considera una gravante al señalar que si el delito a que se refiere el párrafo precedente es cometido por un director, funcionario o empleado de Bolsa de Valores, o de un agente de intermediación de las entidades supervisoras de los emisores, o de calificadoras de riesgo, o de administradores de fondos mutuos de inversión de valores y de fondos de inversión, etc; así como de las empresas bancarias, financieras o de seguros, la pena no será menor de cinco (5) ni mayor de siete (7) años.

3.10.2. Bien Jurídico Penal Protegido.

Previamente esbozaremos algunos conceptos de bien jurídico protegido penalmente, para adentrarnos en la conducta del *Insider Trading* en el mercado de valores peruano.

Para Peña Cabrera, Raúl; sostiene que:

“El bien jurídico protegido para que sea tal, debe aludir a las condiciones necesarias que permitan fluidez y agilidad del sistema social, constituyendo un principio garantizador de carácter informativo. La sociedad en general, y cada miembro de ella en

particular, debe saber lo que realmente se está amparando, y, sobre todo, tener la posibilidad democrática de revisar y discutir las bases sobre las cuales se sienta dicha protección o amparo”⁷⁸

Así tenemos a José Urquizo Olaechea que argumenta lo siguiente:

...ésta cumple funciones dogmáticas que quedan determinadas por la norma penal (mandatos y prohibiciones), y que esta dará sentido a lo protegido y la dirección de los mismos, mientras que la trasgresión de la norma se explica cómo afección o puesta en peligro del bien jurídico; agrega además que el bien jurídico no es abstracto sino preciso y diferenciado, así el Derecho Penal no ha de proteger el “valor vida” en cuanto tal valor, sino la vida concreta de los ciudadanos; pues estas vidas reales no constituyen bienes jurídicos en cuantos meros datos biológicos, sino por su valor funcional para sus titulares y para la sociedad; por ende, la norma penal que recoge todos los elementos utilizados por el legislador en la determinación del injusto, dará sentido al bien jurídico.⁷⁹

Aunque en algunos sistemas legales, como el norteamericano, la tutela se encuentra dirigida a los intereses individuales, en la medida que la protección es concebida como protección al inversor, la doctrina y la legislación dominantes en la materia, estiman que el bien jurídico resguardado en los ilícitos relacionados al uso de información privilegiada es de carácter colectivo.

La doctrina en relación con el bien jurídico tutelado en el abuso de información privilegiada ha discurrido por tres vías, considerando indistintamente como interés protegido: la igualdad de acceso al mercado de valores, la transparencia del mercado de valores y el correcto funcionamiento del mercado de valores.

⁷⁸ PEÑA CABRERA, Raúl: “Código Penal Comentado” Editorial San Marcos, Lima, 1992, pág. 51.

⁷⁹ Cita del Dr. José Urquizo Olaechea, en el trabajo expuesto en el Colegio de Abogados de la Libertad-Trujillo el 26.03.98/http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtual/publicaciones/catedra/1998_n3/el_bi_jr.htm

Es necesario remarcar que en esta clase de delitos se protege un interés de carácter colectivo vinculado al orden socio-económico de nuestra sociedad, pues si bien la conductas de los *Insider Trading* pueden producir beneficios patrimoniales a los sujetos activos del injusto y, consecuentemente, desmedro patrimonial a las víctimas, la afectación principal se produce en el ámbito del sistema del mercado de valores con obvias implicancias sobre la generalidad⁸⁰.

Por otra parte estimo que las consideraciones acerca del interés tutelado desde una perspectiva amplia, desde la cual sea posible reafirmar al Derecho Penal como *ultima ratio*. Por tanto es correcto identificar al bien jurídico protegido en el abuso de información privilegiada como el adecuado funcionamiento del mercado de valores, pues aunque la doctrina haya objetado sus posibles limitaciones, entiendo que éstas son fácilmente superables.

3.10.3. Tipo de lo injusto

Descripción típica

Art. N° 251-A.- El que obtiene un beneficio o se evita un perjuicio de carácter económico en forma directa o a través de terceros, mediante el uso de la información privilegiada, será reprimido con pena privativa de la libertad no menor de uno (1) ni mayor de cinco (5) años.

Si el delito a que se refiere el párrafo anterior es cometido por un director, funcionario o empleado de una Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradores de fondos de pensiones, así como de las empresas

⁸⁰ De allí mis reservas a la afirmación hecha por Acalé/Terradillos Basoco al señalar: Lo que parece con nitidez es que se protegen intereses individuales patrimoniales, pues considero que las insuficiencias de técnica legislativa mostradas por el legislador nacional no pueden llevarnos a considerar como interés tutelado en el Art. 251-A Código Penal Peruano. al patrimonio. Finalmente Acalé/Terradillos Basoco terminan aceptando que la tutela del adecuado funcionamiento del mercado de valores estuvo en la mente del legislador.

*bancarias, financieras o de seguros, la pena no será menor de cinco (5) ni mayor de siete (7) años.*⁸¹

a) Tipo objetivo

a.1. Sujetos.

Activo.- la descripción del delito de uso de información privilegiada permite considerar como sujeto activo a cualquier persona natural que realice la conducta típica, no se exige la existencia de algún tipo de relación o vínculo entre el sujeto y la información empleada, así resultan punibles tanto las conductas del *intraneus-insider*-como la del *extraneus-tipper*-, ajeno al emisor de los valores a que se refiere la información indebidamente empleada.

Pasivo.- En este caso, tratándose de delitos que afectan bienes jurídicos supraindividuales, debe considerarse como sujeto pasivo a la sociedad, pues la funcionalidad del mercado bursátil se encuentra ligada al sistema socio-económico que adopta la colectividad.

a.2. Actos Materiales

El acto material que configura el tipo, en el delito de uso de información privilegiada, es de utilización de información de carácter de reservado, de información privilegiada.

Por información privilegiada, para usos jurídicos-penales⁸², debe a *cualquier información proveniente de un emisor referido a éste, a sus*

⁸¹ Código Penal Peruano, DECRETO LEGISLATIVO N° 635, Promulgado el 03 de Abril de 1991, Publicado el 08 de Abril de 1991. Actualizada al 17 de enero de 2013, de acuerdo con la Disposición Final Segunda de la Ley Orgánica de junio de 2012.

⁸² Decimos esto porque al emplearse el elemento normativo *información privilegiada* en la descripción típica del delito, debe realizarse ineluctablemente la remisión a la norma especial que permita descifrar el significado preciso del elemento normativo empleado.

negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

b) Aspecto Subjetivo

Se requiere que el comportamiento sea realizado con dolo, es decir, conciencia y voluntad de emplear la información privilegiada, además de un elemento subjetivo adicional como es el ánimo de lucro, destinado a la obtención de beneficios económicos ya sea mediante la ganancia propiamente dicha o evitándose perjuicio patrimonial.

c) Consumación

El delito descrito en el Art. 251-A C.P., se consuma cuando el sujeto activo obtiene un provecho o se evita un perjuicio económico mediante el abuso de información privilegiada, no basta el empleo de la información reservada sino que es necesario que se obtenga un beneficio o se evite un perjuicio de carácter patrimonial, si ello no ocurre estaremos frente a un grado inferior de desarrollo del delito: la tentativa.

Si el agente es descubierto mientras realiza la conducta ilícita estaremos ante un caso de tentativa inacabada, si por el contrario el individuo ha ejecutado todos los actos precisos para la consecución del beneficio económico y éste no se ha obtenido estaremos ante un supuesto de tentativa acabada.

No se exige, como sí ocurre en otras legislaciones⁸³ un *quantum* mínimo para determinar lo relevante penalmente, lo fundamental para nuestra norma es el uso indebido de la información privilegiada y no la magnitud del beneficio obtenido por el infractor normativo, lo que constituye un error del legislador peruano pues establecer una cuantía permite distinguir claramente entre ilícito administrativo y el delito, con lo cual se mantiene indemne el principio del *non bis in idem*; no obstante, es indispensable que el límite (*quantum*) sea fijado teniendo como dato primordial la *alteración apreciable de la cotización*.

d) Penalidad

En el caso del tipo base establecido en el primer párrafo del Art. 251-A C.P, la pena aplicable fluctúa entre uno a cinco años de pena privativa de la libertad, resultando aplicable la suspensión de la ejecución de la pena en caso que la condena no exceda los cuatro años de pena privativa de la libertad y en la medida que concurren los requisitos establecidos en el Art. 57-A C.P.

La figura avanzada prevé como sanción la pena privativa de la libertad, la misma que en dicho caso será no menor de cinco ni mayor de siete años, siendo aplicable la suspensión de la ejecución de la pena, siempre que se imponga una pena por debajo del mínimo legal y se den los requisitos previstos en el Art. 105 del C.P.

⁸³ En la Legislación penal española, por ejemplo, establece una determinada cuantía (setenticinco millones de pesetas) para justificar la intervención del sistema penal, las conductas que se hayan obtenido un beneficio económico inferior constituye ilícito administrativo. Sin embargo, cabe precisar que dicho límite ha sido cuestionado por quienes han hecho un estudio profundo de la cuestión, en tanto resulta excesivo si se tiene en consideración que para la obtención de dicho *quantum* se requiere superior a los setenticinco millones de pesetas.

La eficacia de la intervención punitiva en la protección del mercado de valores se ve limitada en extremo con las consecuencias jurídicas previstas por el legislador peruano al regular el uso indebido de la información privilegiada, pues únicamente se ha considerado la pena privativa de la libertad. La aplicación de otro tipo de sanción es negada por el Art. 251-A C.P., lo que parece cuestionable pues otras consecuencias jurídicas, como la pena de multa, pueden producir mejores resultados en supuestos de criminalidad económica.

Por otra parte, resulta criticable que nuestro legislador no haya tomado en cuenta medidas de reconocida eficacia preventiva, sobre todo en el caso de actuación a través de personas jurídicas, tal es el caso de la publicación de la sentencia en un diario oficial⁸⁴, su eficacia ha quedado demostrada en el ámbito administrativo⁸⁵, por lo que no estaría de más su inclusión es sede criminal.

3.11. La Transparencia en el Mercado de Valores

3.11.1. Nociones Previas.

La transparencia en el mercado de valores, permite que los inversionistas tengan la certeza de estar enterados de los riesgos que asumen a fin de que tomen su propia decisión, a través del previo análisis de

⁸⁴ En la legislación española se ha comprendido esta medida, así el artículo 288 del Código Penal Español (Aprobado por LA LEY ORGÁNICA 10/1995, de 23 de Noviembre de 1995) establece: *La publicación de la sentencia en los periódicos oficiales y, si lo solicitara el perjudicado, el Juez o Tribunal podrán ordenar su reproducción total o parcial en cualquier otro medio informativo, a costa del condenado.*

⁸⁵ En nuestro ordenamiento administrativo, el ejemplo más claro lo tenemos en la Ley de Derechos de Autor (Decreto Legislativo N° 822) que establece en el literal g) de su art. 188, concordante con em art. 192 de la misma ley, que establece como sanción administrativa por infracción a los derechos intelectuales la *publicación de la resolución a costa del infractor*; por una sola vez, ordenada de oficio o a pedido de parte, en el Diario Oficial El Peruano.

información disponible en el mercado con relación a la operación que pretenden realizar. La información transparente en las empresas emisoras no es suficiente para lograr la transparencia en el mercado, se requiere además una transparencia total en todas las instituciones que intervienen en el mercado de valores, a efecto de garantizarlo y establecer la misma en todo el ámbito financiero del sistema de intermediación indirecta.

BERCOVITZ concurre con el párrafo anterior sosteniendo, que la transparencia es:

*“... como aquel principio que permite la existencia de los mecanismos a través de los cuales se permita dar a conocer a los inversionistas y en general a todos los agentes de los mercados, los datos básicos sobre las operaciones realizadas en él”.*⁸⁶

Se requiere también, que el propio mercado informe lo que ha ocurrido o está ocurriendo en él, no sólo en atención a la importancia de la oferta o a la demanda, sino en cuanto a sus tendencias sobre los acrecentamientos de compras, de ventas y sobre precios de los títulos. Esta información, sumada a la que proporciona la empresa emisora con sus anuncios de pago de dividendos, coadyuva a que el mercado de valores facilite el acceso a los capitales de inversión que están buscando obtener recursos de liquidez o rentabilidad.

⁸⁶ BERCOVITZ RODRÍGUEZ, CANO A. “*El Derecho del Mercado de Capitales*”. pp. 22-44.

Fortalece esta posición TOLA, José; argumentando:

“Se trata por medio de la transparencia, de proporcionar al interesado la información que le permita tomar sus decisiones referentes a los valores involucrados, con un razonable nivel de certidumbre y asumiendo riesgos relativos controlados. En principio se busca pretender adquirir o enajenar un título, conocer de una manera aproximada el precio que debe pagar o que debe recibir por el documento”.⁸⁷

3.11.2. Concepto

El concepto de la transparencia, surge como respuesta a la necesidad que tiene los inversionistas de contar con la más amplia y detallada información que manejen los agentes económicos respecto de los títulos que se negocian en la bolsa de valores, así como el estado financiero y económico de las sociedades emisoras que cotizan en el mercado permitiendo una negociación a nivel de bolsa sumamente efectiva.⁸⁸

Entendemos que la transparencia, es el principio básico del mercado de valores que permite ofrecer a los inversionistas información veraz, oportuna y completa en relación a los hechos más relevantes de las empresas que pretenden emitir valores en el mercado, aquellos que son negociados en rueda de bolsa.

La transparencia se constituye en la clave para fijar los precios en el mercado y por consiguiente, se convierte en uno de los cimientos para la

⁸⁷ TOLA, José Antonio. “*Insider Trading and the Dual Role of Information*” In The Yale Law Journal. 1997. pág. 78.

⁸⁸ Revista OPINION JURIS. “*Estudiando la Transparencia en el Mercado de Valores*”. Abg. Homero Absalón Salazar Chávez. Año II, Numero 3, Agosto 2005 Cajamarca-Perú. Universidad Nacional de Cajamarca. pp 19-20.

existencia de un mercado de valores eficiente.⁸⁹ Un mercado eficiente permite la interacción de un gran número de compradores y vendedores, los mismos que cuentan con toda la información pública disponible sobre los bienes a negociar, y toda aquella información que les permita negociar con plena seguridad y confianza de la veracidad de la misma. Por el contrario en el mercado ineficiente, la nueva información se refleja sólo progresivamente, lo que permitiría que algunos compradores y vendedores puedan usar esa información en su provecho.⁹⁰

Podemos decir entonces, que la transparencia del mercado de valores, es una condición fundamental, para que los participantes accedan, en forma oportuna a una información completa y fidedigna, relativa a los aspectos relevantes de las sociedades emisoras y de los valores emitidos por ellas, de manera que puedan tomar adecuadamente sus decisiones de inversión.

Sin embargo, no debemos perder de vista que la difusión de la información en el mercado, tiene por excepción ciertas limitaciones, dentro de las cuales tenemos las referidas a los secretos de producción, a las políticas generacionales de dirección empresarial y en general a toda aquella información que pudiera generar a cualquier empresa una situación de peligro frente a sus competidores en el mercado.

⁸⁹ CHARLES P, José. *“Investments Analisis and Managent”*. Fhon Wiley y Sons. INC. 1994. pág. 624.

⁹⁰ Revista THEMIS. *“Razones para regular el Mercado de Valores”*. PAYET, José Antonio. Revista de derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. pág. 97.

3.11.3. Transparencia en la Información

Los interesados tienen la posibilidad de informarse adecuadamente, tanto acerca del valor que pretenden negociar, como de la empresa que lo ha emitido. La transparencia implica un permanente y fidedigno abastecimiento de información, seleccionada para la toma de decisiones de inversión en el mercado de valores, por parte de quienes actúan en él.

En palabras de Esteban Chong León:

“Aseguro que buscando promover la transparencia de la información financiera, se logrará el desarrollo de los mercados de capitales, que coincidentemente es el objetivo que se ha propuesto el gobierno con la modernización del mercado de valores”⁹¹

Para que la información permanezca accesible al público, la legislación peruana ha creado mecanismos legales idóneos como el Decreto Legislativo N° 755, crea el Registro Público de Valores e Intermediarios, modificado por el actual D. S. N° 093-2002-EF T. U. O. LMV, con el nombre de Registro Público del Mercado de Valores (en adelante RPMV), que se encuentra a cargo de la SMV. Es así que todo emisor que pretende realizar una oferta pública en el mercado, tiene la obligación de inscribir la emisión de los valores en el RPMV. De igual forma, si éste pretendiera que los valores se negocien en rueda de bolsa, éstos deberán registrarse en la bolsa de valores. La inscripción de un valor supone por parte del emisor, el sometimiento a las disposiciones de Ley, así como el cumplimiento de las obligaciones que emanen de las normas que la SMV tiene previstas.

⁹¹ ESTAEBAN CHONG LEÓN, Presidente periodo 2013 – 2015 del Instituto Peruano de Auditores Independientes (IPA), miembro del Consejo Directivo de la Cámara de Comercio Americana del Perú. /ESTUDIOS Universidad del Pacífico y MBA por la Universidad de Pittsburgh, Estados Unidos. Informe Central/8, Portafolio, El Comercio/Domingo 16 de junio del 2013.

3.11.4. Obligación de Informar

El artículo 28° de la Ley, señala la obligación de información que tiene el emisor (accionista) sobre el registro de un valor determinado a la SMV y a la bolsa respectiva, identificando también taxativamente a los Hechos de importancia, así tenemos:

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

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

Se informará los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor de la oferta de cada título que se haga, así como la divulgación de tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna, tan pronto el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso. La obligación de informar en un mercado eficiente se constituye en una regla básica, teniendo como elementos sustanciales la transparencia y el libre acceso del público en general a dicha información.

B. Hecho de Importancia

Con respecto a hecho de importancia, el artículo 28° de la Ley, alude a que estos hechos deberán de ser informados al emisor sobre todo lo

referente a un valor. El propio artículo refiere en su segundo párrafo que:

*“La importancia de un hecho se mide por el grado de influencia que éste pudiera ejercer sobre el inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en un valor determinado”.*⁹²

Destacamos que se entenderá por hecho relevante, a todo hecho o información esencial de las entidades que participan en el mercado bursátil, que puedan afectar positiva o negativamente en forma significativa su situación jurídica, económica y financiera o la posición de la entidad o de sus valores en el mercado. De acuerdo al reglamento de hecho de importancia e información reservada⁹³, en su artículo 2º hace referencia al concepto de Hecho de Importancia, Acuerdos y Decisiones considerados Hechos de Importancia, donde añade que los hechos de importancia son los acuerdos o decisiones concertadas por cualquier órgano competente autorizado de los eventos que a continuación mencionaremos. Entre los que destacan:

- a) La transformación, fusión, escisión o disolución de la empresa emisora;
- b) Modificación en el objeto social;
- c) Aprobación de Estados Financieros;
- d) Aumento o disminución del capital social;

⁹² Artículo 28 del Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861. Publicada el 15/06/02.

⁹³ Resolución: CONASEV N° 307-95-EF/94.10 de 22 de Agosto de 1995. Publicado en el diario Oficial El Peruano el 26/08/95.

- e) Aplicación o distribución de utilidades y/o entrega de beneficios en acciones, en efectivo y/o en especie;
- f) Emisión de acciones, obligaciones o cualquier instrumento representativo de deuda a ser colocado en el Perú y/o en el extranjero, mediante oferta pública o privada, como valor mobiliario o título valor;
- g) Elección de los representantes de los accionistas ante Junta General o Especiales, en los casos de accionariado difundido;
- h) Cualquier otro hecho que influya significativamente en la marcha o gestión del emisor.

La publicidad de los hechos de importancia por parte del emisor, debe realizarse en forma veraz, suficiente y oportuna. Este requisito de veracidad proscribire la divulgación de información falsa que tiende a confundir a los eventuales inversionistas, a través de la toma de decisiones ineficientes respecto a una posibilidad de inversión sobre la base de esta información. Asimismo, el requisito de veracidad será incumplido cuando la información proporcionada sea incorrecta, engañosa o contradictoria.

Entenderemos por información suficiente, a la información requerida por el emisor de un título y que esta no debe omitir ningún hecho de importancia que pudiera afectar la toma de una decisión razonable por parte del inversionista. La certeza de la información se percibe con el beneficio que se obtiene en el momento exacto y conveniente. La

información por ello, debe proporcionarse no sólo al momento de la emisión de los valores, sino todas las veces que se origine un hecho de importancia.

3.11.5. Información Reservada

La Información Reservada puede fijarse a un hecho o negocio en curso, su divulgación anticipada no autorizada por la misma empresa, puede conducir a un daño al emisor. Para tal efecto, se requiere que el acuerdo a adoptarse de la importancia de esta información reservada, cuente por lo menos con el voto favorable de las $\frac{3}{4}$ partes de los miembros del directorio o del órgano que ejerza sus funciones. En defecto del directorio, el acuerdo de reserva debe ser tomado por todos los administradores.

El acuerdo mencionado debe ser puesto en conocimiento a la SMV dentro del día siguiente a su adopción, deberá ser emitido en sobre cerrado con la inscripción "Información Reservada". Se adjunta copia del acta del directorio o del órgano societario correspondiente en que se aprobó la calificación respectiva y la sustentación del probable perjuicio que le ocasionaría al emisor su divulgación prematura. Conasev, podrá resolver que se mantenga en reserva determinados documentos o declinar la expedición de copias.

Si la SMV determina que este hecho informado como reservado, no cumple con las características de tal, o una vez cesado el carácter de reserva,

el emisor deberá divulgar al mercado el hecho, adhiriéndose a las normas establecidas para los hechos de importancia. La Ley sanciona a quienes por dolo o culpa, contribuyen con su voto a la adopción del acuerdo que califique como reservado a un hecho o negocio sin que concurren los supuestos necesarios que para ello señala la mencionada ley, obligando a estas personas a responder solidariamente entre sí y con la sociedad, por los perjuicios que pudieran ocasionar a terceros.

3.11.6. Información Privilegiada

La transparencia en el mercado de valores, requiere de una información que no sea usada con privilegios por quienes tengan acceso a ellas; ya sea para su beneficio propio o de un tercero antes que sea del conocimiento público. La Ley define a la información privilegiada como cualquier información de un emisor referida a éste, a sus negocios a uno o varios valores por el emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, dada su naturaleza es capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

Así tendríamos, que el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú, influyendo también en la transparencia de las negociaciones en el mercado de valores peruano, conducta indebida que se fundamenta en obtener beneficios de las operaciones creadas por informaciones secretas, a través de revelaciones

recibidas desde el interior de las sociedades o realizadas por ejecutivos de las mismas, perjudicando al mercado de valores.

Gregory Zuckerman, Don Clark y Susan Pullam, complementan lo mencionado en el párrafo anterior:

“Galleon Group, la firma de fondos de cobertura en el centro del mayor escándalo de uso de información privilegiada en décadas, presionó tanto a sus corredores para que obtuvieran información que moviera al mercado que aquellos que fallaran eran frecuentemente reprendidos o expulsados, según ex-empleados y fuentes al tanto. Co-fundado por Raj Rajaratnam, Galleon está entre los mayores corredores de Wall Street y tiene una red de contactos entre los ejecutivos de tecnología y salud, algunos de los cuales han sido inversionistas en los fondos de cobertura de la firma. Partes de esa red parecen haberle dado la espalda al inversionista multimillonario. Tres antiguos colegas de Rajaratnam están secretamente ayudando a la investigación del gobierno, dicen fuentes al tanto de la investigación bursátil. Entre ellos se encuentran los gerentes de fondos de cobertura Ali Far y Choo Beng Lee, quienes son testigos que cooperan en el caso, dicen las fuentes. Rajaratnam y otras cinco personas fueron detenidas el viernes por su rol en un grupo que supuestamente hacía transacciones con información que no era del dominio público y que involucraba a International Business Machines Corp., Google Inc. y otras compañías grandes.”⁹⁴

Así mismo, Pablo Secada sugiere:

“Una importante variable al análisis cuando considera que la motivación del impuesto sería gravar rentas, que existirían mediante el uso de información privilegiada por el Insider Trading. Si éste fuera el motivo, sugiere que la manera más adecuada de corregirlo es fortaleciendo los medios de control y de sanción”⁹⁵

La información privilegiada se encuentra dentro del ámbito de:

⁹⁴ The Wall Street Journal, Spanish, “El mayor escándalo de uso de información privilegiada en décadas”. October 19, 2009.

⁹⁵ Pablo Secada, economista principal del IPE, Semana económica, SEMANA comenta, 09 de Julio de 2010, <http://semanaeconomica.com/articulos>.

- La información reservada a la que ya hemos hecho referencia;
- Aquella información que se obtiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores; y
- La información referida a las ofertas públicas de adquisición.

En este sentido, la información privilegiada puede acoger a los hechos de importancia, en cuanto se conozcan y ese conocimiento se utilice antes de su divulgación; utilizando dicha información de los hechos como reservados.

A. Reserva Bursátil

Como se ha mencionado anteriormente⁹⁶, es la información privilegiada protegida (Reserva Bursátil o Reserva de Identidad), que es una categoría creada en el mercado de valores para proteger información relevante de una empresa, tratando por ejemplo de evitar que trascienda el conocimiento del nombre de los compradores y de los vendedores de los títulos que se negocien en los mecanismos centralizados de negociación, así como que se suministre cualquier información sobre dichos participantes. La Ley hace mención a una reserva de identidad, por lo cual se protege a los compradores o vendedores de los valores transados en la bolsa o en otros mecanismos centralizados. La prohibición se extiende a los directores, funcionarios y trabajadores de los agentes de intermediación, así como a los miembros del consejo directivo, directores, funcionarios, trabajadores de las bolsas y de las demás entidades responsables de la conducción de

⁹⁶ Op cit; pág 92.

mecanismos centralizados, así como también de las instituciones de compensación y liquidación de valores.

La obligación de reserva igualmente comprende a los directores, funcionarios y trabajadores de la SMV. En este sentido, los agentes del mercado de valores, sólo brindan aquella información que de una u otra manera es necesaria para la toma de decisiones de inversión. Teniendo en cuenta que la infracción al deber de mantener la reserva se considera falta grave para los efectos laborales.

3.11.7.Excepciones de Información

La reserva bursátil o reserva de identidad tiene ciertas excepciones, perdiendo su categoría en los siguientes casos:

- Cuando medien pedidos formulados por los jueces, tribunales y fiscales en ejercicio regular de sus funciones y con específica referencia a un proceso o investigación determinado, en la que sea parte de la persona a la que se contrae la solicitud;
- Cuando la información concierna a transacciones ejecutadas por personas implicadas en el tráfico ilícito de drogas o que se halla bajo sospecha de efectuarlo, favorecerlo u ocultarlo y sea requerida directamente a la SMV, a la bolsa y demás entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados.

3.11.8. Transparencia en las Operaciones

Tan importante como la transparencia en la información, es también la transparencia en las operaciones y las transacciones en el mercado. Se busca esencialmente, que los operadores que intervienen en el mercado posean información oportuna y veraz respecto de las ofertas de compra y venta de valores, que se informen de detalles tales como la cantidad y el precio de su negociación, así como de cualquier otra información necesaria y relevante, lo que generaría la posibilidad para el inversor de calcular las tendencias y proyecciones de los valores negociados en el mercado. A su vez, la transparencia en las operaciones está orientada a evitar actos ilegales por parte de los agentes de intermediación financiera, que pudieran perjudicar el interés de los inversionistas y obstaculizar el libre intercambio en el mercado.

Las transacciones que se realizan en el mercado de valores en relación directa a su variedad y complejidad, así como a la problemática financiera que encierran, requieren de agentes especializados que intermedien entre los inversionistas a fin de vender sus valores en mercados de alta especialización. Con este criterio, los agentes especializados tendrán la responsabilidad de asesorar a los interesados respecto a sus necesidades de inversión, así como de operar en el mercado teniendo como base las órdenes que éstos les pudieran dar respecto a la venta o adquisición de un determinado valor. El referido nivel de dificultad que encierran las operaciones que se realizan en el mercado de valores, obliga a los intermediarios financieros, no sólo a fomentar las transacciones en el mercado, sino a vigilar por la transparencia del mismo, desde el momento inicial de las operaciones.

La Ley en referencia al tema, se ha previsto obligaciones y deberes que se deberá afrontar en resguardo de los intereses de los inversionistas. Así por ejemplo, en su artículo 171° impone un estándar de conducta a los agentes de intermediación al señalar que éstos están obligados a realizar sus actividades con diligencia, lealtad e imparcialidad, otorgándoles prioridades absolutas a su comitente. Si existiese conflicto de intereses entre comitentes, el agente de intermediación debe mantener neutralidad. Las transacciones en la bolsa, deben ser totalmente transparentes desde el inicio de las negociaciones en la sociedad agente de bolsa.

Artículo 171°.- Deber de Diligencia y Lealtad

Los agentes de intermediación están obligados a realizar sus actividades con diligencia, lealtad e imparcialidad, otorgando siempre prioridad absoluta al interés de su comitente. Si existiese conflicto de intereses entre sus comitentes, el agente de intermediación debe mantener neutralidad.⁹⁷

En este sentido, la SMV ha regulado el sistema de recepción de órdenes y asignación de operaciones, mediante el cual todas las sociedades agentes de bolsa debe llevar un sistema automatizado para el registro de órdenes de sus clientes y la asignación de operaciones en estricto orden cronológico, bajo criterios homogéneos que permitan equidad y transparencia en las operaciones. Para ello, el cliente debe registrarse ante la sociedad agente de bolsa, la cual asigna un código, quedando así formalizada la relación cliente y la sociedad agente de bolsa. El código figurará en todas las operaciones que el cliente realice en la sociedad. Este sistema permite a la SMV vigilar y hacer un seguimiento de las operaciones realizadas por las sociedades agentes de

⁹⁷ Artículo 171° del Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861. Publicada el 15/06/02. Deber de diligencia y lealtad.

bolsas, mediante el acceso, vía modem, vía internet y otros, al sistema de recepción de órdenes y asignación de operaciones, contando además el cliente con el acceso a dicha información una vez realizada la operación.

Los sistemas mencionados, proyectan dar celeridad y eficacia a los servicios que prestan las sociedades agentes de bolsa, permitiendo una mayor transparencia y seguridad en todas las operaciones y un trato de equidad para los inversionistas que concurran al mercado. El sistema impide cualquier intromisión o alteración que adultere la intención del inversionista al momento de comprar o vender valores, garantizándose así sus derechos.

La transparencia en las operaciones, busca principalmente facilitar la formación eficiente de los precios en el mercado, permite eliminar los diversos aspectos que pudieran perjudicar su correcta formación como son: El desorden en las propuestas de compra y venta de valores, la pugna por la primacía de unas órdenes con otras, los conflictos de intereses respecto a la transacción de ciertos valores y en general de todos aquellos factores que pudieran generar desconfianza en los agentes del mercado. Por consiguiente, lo que se pretende es contribuir con la difusión y dinámica de las transacciones en el mercado de valores, otorgándoles a los inversionistas la confianza necesaria para realizar sus transacciones con un nivel de certidumbre moderadamente razonable. En tal sentido, la transparencia en el mercado exige un desarrollo eficiente en el concierto de voluntades e intereses entre la entidad reguladora del mercado y los agentes intervinientes en él.

Finalmente, es de suma importancia tener presente que así como existe una obligación de informar por parte de aquellas empresas que emiten valores, existe por otra parte, la obligación de la bolsa de valores y en general del mismo mercado de valores, de difundir todos los precios relativos al mercado, que de alguna u otra forma pueden influir en la evolución de dichos precios.

3.11.9. Prohibiciones en las Operaciones

De conformidad con lo señalado en el artículo 12° de la Ley, se prohíbe todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, así tenemos:

Artículo 12° Transparencia de las Operaciones- Inc. C) Incorporado Mediante Ley 27649

Está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado.

En este marco, se encuentra prohibido:

a) Efectuar transacciones ficticias respecto de cualquier valor, sea que las operaciones se lleven a cabo en mecanismos centralizados o a través de negociaciones privadas, así como efectuar transacciones con valores con el objeto de hacer variar artificialmente los precios, sin perjuicio de lo establecido en el inciso f) del artículo 194;

Se entiende por transacción ficticia aquella en la cual no se produce una real transferencia de valores, de los derechos sobre ellos u otras semejantes, o aquellas efectuadas a precios evidentemente distintos a los del mercado; y,

b) Efectuar transacciones o inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento.

c) Que los directores, funcionarios y trabajadores de las bolsas de valores y de las demás entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados, así como de las instituciones de compensación y liquidación y de CONASEV efectúen transacciones con valores mobiliarios o incrementen sus tenencias previas de valores, si las tuvieran, salvo en los casos de:

1. Acciones liberadas

2. Acciones que se suscriban en ejercicio del derecho de suscripción preferente establecido en la Ley General de Sociedades.

3. Los valores que provengan de la condición de usuario de un servicio público o hayan sido adquiridos para fines de desgravamen

*tributario. En todo caso, tales personas deberán abstenerse de participar en las juntas generales de accionistas de las sociedades en las que posean acciones y que se encuentren sometidas al control y supervisión de CONASEV.*⁹⁸

En este marco legal, se encuentra prohibido el efectuar transacciones ficticias respecto de cualquier valor, sea que las operaciones se lleven a cabo con algunos mecanismos centralizados a través de negociaciones privadas, así como el efectuar transacciones con valores con el objeto de hacer variar engañosamente los precios. Es necesario precisar, que se entiende por transacción ficticia aquella en la cual no se produce una real transferencia de valores, de los derechos sobre ellos u otros semejantes o aquellos efectuados a precios evidentemente distintos a los del mercado, así como también efectuar transacciones o inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento realizado por los *Insider Trading*. Asimismo la última modificatoria de la Ley, prohíbe que los directores, funcionarios y trabajadores de las bolsas de valores y de las demás entidades responsables de la conducción y de mecanismos centralizados, así como de las instituciones liquidadores de valores y de la SMV, efectúen transacciones con valores mobiliarios o incrementen sus tendencias previas de valores.

⁹⁸ Artículo 12° del Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861. Publicada el 15/06/02; Transparencia de las Operaciones- inc. c) incorporado mediante Ley 27649.

CAPITULO IV
CONTRASTACION DE LA HIPOTESIS:
JURISPRUDENCIA
EN EL USO INDEBIDO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA
REALIZADA POR EL INSIDER TRADING EN EL PERU

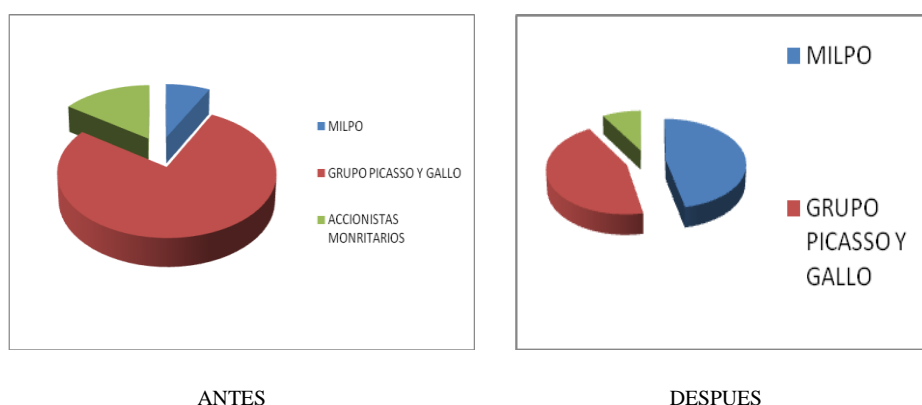
4.1 Nociones Generales

Es fundamental una mayor efectividad en el proceso de ahorro e inversión en nuestro mercado de valores, pues constituye una expectativa para la expansión de la inversión privada, esto se logrará con la transparencia en el mercado estableciendo enlaces adecuados para que el inversor informado actúe adecuadamente en dicho mercado.

A continuación mencionaré dos jurisprudencias bursátiles, que representan el 100% de los casos existentes de información privilegiada ocurridos en el Perú, teniendo en cuenta que el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú.

4.2. Casos de uso indebido de Información Privilegiada realizadas por el Insider Trading en el Mercado de Valores en el Perú:

4.2.1. Caso I: Compañía Minera Atacocha S.A.A. contra Compañía Minera Milpo S.A.A.



A. Hechos

Que con fecha 28 de mayo del 2001, el Directorio de Milpo aprobó la realización de una OPA por el 95,5604 % de las acciones comunes de Atacocha a un precio de US\$ 0,3127 por acción, equivalente a S/. 1,10 estableciendo que como condición mínima adquirir el 46,10 % de las acciones. A dicha fecha, Milpo contaba con 6 376 608 acciones que representaban el 4,43959 % sobre el total de las acciones. La OPA estuvo vigente entre el 11 de junio y el 09 de julio del 2001, culminando con la adquisición por parte de Milpo de 59 387 852 acciones que representan el 41,34765 % del capital social de Atacocha, que Milpo adquirió en ejercicio del derecho contenido en el artículo 28 del Reglamento de OPA. Esta circunstancia no fue expresada en el Prospecto Informativo, no obstante las referencias hechas por la Ley del Mercado de Valores, y al Reglamento de

OPA, lo cual fue denunciado por Atacocha y Esper Investment y otros. Una vez concluida la OPA, Milpo alcanzó una participación de 45,79 %, considerando su participación previa; en tanto que el Grupo Gallo y el Grupo Picasso alcanzaron en conjunto una participación de 45,32 %, quedando un saldo de 12 777 796 acciones en manos de accionistas minoritarios, que representaban el 8.89 % del capital social de Atacocha.

El 20 de julio del 2001 Milpo comunicó como hecho de importancia su intención de adquirir 6 000 000 de acciones de Atacocha que representan el 4,17 % del capital social, a través de una orden de compra renovable diariamente, por un precio mínimo de US\$ 0,75 por acción, superior en 140 % al precio pagado en la OPA (US\$ 0,3127). Entre el 25 de julio y el 08 de agosto del 2001, Milpo adquirió 3 621 099 acciones, lo que sumado a su anterior tenencia representa una participación de Milpo en el capital social de Atacocha del 48,3 %; así mismo, el Grupo Gallo adquirió 716 359 acciones las que, sumadas a su anterior tenencia, representan una participación accionaria en Atacocha del 33,92 % y en conjunto con la participación del Grupo Picasso que asciende a 11,58 % totalizan una participación ascendente al 46,16 % del capital social de Atacocha.

Se han presentado diversas denuncias por parte de MILPO respecto a que el grupo Gallo, del cual es parte el señor Francisco José Gallo Atard, habría pretendido frustrar el éxito de la OPA y preservar el control Atacocha, entre otros actos, a través de la adquisición sucesiva de acciones, sin cumplir con las disposiciones que prescribe el Reglamento de la OPA para estos

casos, es decir, a través de la formulación de una oferta competidora. Por su parte, el 02 de agosto del 2001 Esper Investment y otros, accionistas de Atacocha que no aceptaron la OPA, remitieron a CONASEV una carta solicitando que se investiguen supuestas irregularidades cometidas por Milpo, y que se suspenda el ejercicio del derecho de voto de las acciones adquiridas por Milpo en aplicación del artículo 72 de la Ley del Mercado de Valores en tanto se esclarezca la naturaleza y los alcances del pacto suscrito entre dichas empresas y que concluida la investigación, se declare la nulidad de la OPA efectuada por Milpo, obligándosele a vender mediante oferta publica las acciones adquiridas durante la misma .

Que en relación a la denuncia por falta de transparencia en la información proporcionada a fin de inducir a error a los accionistas y presionarlos a aceptar la OPA, la administración de CONASEV señaló que se había cumplido con revelar la información que exige el Reglamento de la OPA; no obstante, el 03 de agosto del 2001, Atacocha solicitó que se exigiera la realización de nueva OPA por parte de Milpo respecto de las acciones adquiridas con posterioridad a la OPA, y que se dispusiera la suspensión provisional de los derechos políticos y económicos de las acciones comunes de Atacocha que ha venido adquiriendo Milpo con posterioridad a la OPA, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 72 de la Ley del Mercado de Valores.

Finalmente, Atacocha señala que, trasgrediendo el principio de igualdad de trato, uso indebido de la información privilegiada y distribución equitativa

de control, Milpo ha empleado una estrategia ilegal para hacerse del control de dicha empresa, a través del uso indebido de información privilegiada, lanzando una OPA por un precio que no refleja el verdadero valor de las acciones emitidas por Atacocha y luego, en una especie de “segundo tiempo”, ofrece un precio sustancialmente mayor por un porcentaje adicional de acciones suficientes para asegurar el control del Directorio, lo que beneficiaría a un grupo muy reducido de accionistas.

B. Resolución.

Al respecto la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 019-2001-EF/94.12 del 14 de agosto del 2001 se pronuncia sobre las medidas cautelares de suspensión de los derechos inherentes a las acciones con derecho a voto emitidas por Compañía Minera Atacocha S.A.A, adquiridas por Compañía Minera Milpo S.A.A. durante y con posterioridad a la oferta pública de adquisición lanzada por dicha empresa por las referidas acciones el 08 de junio del 2,001; resolviendo disponer que la Compañía Minera Atacocha S.A.A. registre las acciones adquiridas por Compañía Minera Milpo S.A.A. luego de finalizada la OPA, e informarse como hecho de importancia. Asimismo otorgar la medida cautelar solicita por Atacocha S.A.A. en el extremo de la suspensión de los derechos políticos, desestimándose la suspensión de los derechos económicos y, en consecuencia, suspender los derechos políticos de las 3 621 099 acciones adquiridas por Milpo S.A.A. luego de finalizada la OPA, que representan el 2,52 % del capital social de Atacocha S.A.A.

C. Discusión (Interpretación)

En relación a la Oferta Pública de Adquisiciones (OPA) de acciones comunes de Atacocha lanzada el 11 de junio del 2001 por Milpo, que finalizó el 09 de julio de 2001, y a la colocación de una oferta de compra por 6 millones de acciones comunes de Atacocha, comunicada como Hecho de Importancia por Milpo el 20 de julio de los corrientes a un precio mínimo de US\$0.75 por acción, equivalente a cuando menos 2.4 veces el precio pagado por Milpo en la mencionada OPA.

Se realiza una aceptación de las condiciones de la OPA lanzada por Milpo y se vendió a esta las acciones, basada en la información dada a conocer por esta empresa a través del Prospecto Informativo y del aviso al Inversionista. Según estos documentos, la oferta de adquisición estaba condicionada a que la misma fuera aceptada por los titulares de las acciones que representaban por lo menos un 46.1% del capital social de Atacocha, es decir, por un mínimo de 66, 213,676 acciones comunes con derecho a voto. La adquisición de esta cantidad mínima de acciones, sumada a las 6,376,608 acciones comunes que Milpo declara ser titular en el Prospecto Informativo, le permitieron obtener el control sobre Atacocha y aplicar una serie de sinergias.

Milpo, precisa en el Prospecto Informativo que la Oferta no surtirá efecto en caso que el número de acciones a ser ofrecidas para su adquisición en la OPA no alcance el mínimo señalado en el párrafo precedente. Este condicionamiento era lógico dentro de la estrategia de Milpo de obtener el

control de Atacocha, pues de no lograrlo no podría llevar adelante las sinergias planteadas en el Prospecto Informativo y la adquisición de Atacocha no resultaría necesariamente en un mayor valor para los accionistas de Milpo. Esta aseveración, es también reforzada en el mismo Prospecto Informativo en el acápite informativo a Planes respecto a adquisiciones futuras de acciones de Atacocha, en el cual Milpo señala que según el contrato preparatorio suscrito con West LB y WestMerchant, Milpo se ha comprometido a adquirir las acciones de propiedad de estas empresas en la OPA y/o fuera de esta. En este segundo caso, precisa Milpo que adquirirá las acciones mediante una compra privada luego de concluida la OPA en caso esta no tenga un resultado favorable a Milpo. Se desprende de esta afirmación, que Milpo preveía que en caso no obtener un resultado favorable en la OPA, es decir, no obtener el 46.1% deseado, la OPA no surtiría efecto. De igual manera, en el acápite relativo a Financiamiento de la Adquisición, Milpo señala en relación a la fecha de desembolso del crédito, que es un requisito indispensable el resultado exitoso de la OPA. Si bien a lo largo del documento no se define la aceptación del término *Exitoso*, se desprende del mismo documento, que el éxito de la OPA era la aceptación del mínimo al cual se condicionaba la misma, toda vez que este mínimo le permitiría obtener el control sobre Atacocha y llevar adelante los planes descritos en el Prospecto Informativo.

Mas aun, Milpo señala respecto a las adquisiciones futuras de acciones de Atacocha, que a la fecha de presentación del Prospecto Informativo no existían otros planes respecto a adquisiciones futuras de acciones durante el

transcurso de los 12 meses siguientes al vencimiento de la OPA, salvo la ya mencionada adquisición de las acciones de West LB y West Merchant en caso la OPA no resultara favorable a Milpo. Esta afirmación, es importante precisar que se produce después de haber recibido observaciones al documento por parte de CONASEV, pues el texto original simplemente establecía que no existía planes respecto a adquisiciones futuras de acciones de Atacocha, y esta afirmación fue asumida como verdadera por quienes aceptaron la OPA durante los primeros días de su lanzamiento. El reglamento de OPA, en su artículo 8°, título II, literal K, establece que el oferente debe indicar cuando corresponda, que la oferta forma parte de la adquisición en actos sucesivos durante el transcurso de los 12 meses consecutivos, señalando la cantidad total de acciones que se pretende adquirir y el porcentaje que representa respecto al capital social. Milpo, a la luz de la información posterior a la OPA no habría informado de manera veraz y suficiente de sus verdaderas intenciones en los próximos 12 meses.

La información presentada por Milpo en el Prospecto Informativo inducía a pensar y asumir que la OPA solo se materializaría, es decir, tendría un resultado positivo, en caso de cuando se obtuviera la aceptación de cuando menos el 46.1% del capital social, con lo cual Milpo tendría el control de Atacocha. De igual manera la información presentada inducía a pensar que Milpo no continuaría comprando acciones de Atacocha en los meses siguientes. De haber Milpo informado de manera cabal y transparente al mercado que frente al caso de no obtener el 46.1% al cual condicionaba la oferta, tendría la facultad de aceptar las acciones que se acogieran a la OPA y

que, dado que la finalidad de la OPA era obtener el control de Atacocha, continuaría comprando acciones con posterioridad a la OPA, otra podría haber sido la decisión.

Sin embargo, en la fecha de vencimiento de la OPA (9 de julio de 2001), Milpo informó al mercado que pese a no haber obtenido el mínimo de aceptación al cual condicionaba su oferta y siendo el resultado muy cercano al mismo, aun cuando el número de acciones que no se acogieron a la OPA equivalía al 4.75% del capital social y por lo tanto, distaba de tener el control sobre Atacocha, había adoptado la decisión de adquirir el integro de las acciones materia de las aceptaciones formuladas, acogiéndose al artículo 28 del Reglamento de la OPA. Revisando este artículo, señala que el oferente puede resolver adquirir el integro de los valores materia de las aceptaciones formuladas cuando no se alcanza el número de valores al cual se ha condicionado la oferta, no forma parte integrante del Prospecto Informativo, ni se hace referente en este último a la responsabilidad por parte de cada aceptante de revisar el Reglamento de OPA. Por el contrario, en la Declaración de Responsabilidad firmada por el Oferente y su Agente Intermediario se señala expresamente que quien desee aceptar la presente Oferta deberá basarse en su propia evaluación de la información presentada por la Compañía en el Prospecto Informativo respecto a la transacción propuesta. La aceptación de la oferta presupone la aceptación por el aceptante de todos los términos y las condiciones de la Opa, tal como aparece el Prospecto Informativo. El artículo 71 de la Ley de Mercado de Valores señala en relación a las Ofertas Públicas de Adquisición y Compra que estas

tendrán carácter irrevocable en las condiciones que se hubieren fijado. Considero que la OPA estaba condicionada a la compra de un mínimo de acciones, en donde se realiza el uso indebido de la información privilegiada, que permitieran al *Insider Trading* en este caso Milpo le permitiera el control de Atacocha, pues de lo contrario, se generaría una disputa por el control que solo beneficiaría a aquellos accionistas que por diversas razones no se acogieron a la OPA, contraviniendo de esta manera, los principios de transparencia e igualdad de condiciones que deberían regir esa clase de operaciones.

En este sentido con fecha 20 de julio de 2001, Milpo ha comunicado a través de un Hecho de Importancia al mercado que ha puesto una orden de compra por 6 millones de acciones comunes de Atacocha, la cual será renovada diariamente a partir de un precio mínimo de US\$0.75 por acción hasta alcanzar el número de acciones por el cual se extiende la orden de compra, luego de lo cual, señala Milpo, no compra mas acciones.

La decisión de Milpo de adquirir un paquete que representa el 4.18% del capital social de Atacocha a un precio que cuando menos será 2.4 veces el precio pagado a los aceptantes de la OPA, en un plazo inferior a los 12 meses dentro de los cuales Milpo declaraba en el Prospecto Informativo no tener planes para efectuar nuevas adquisiciones y con el cual Milpo podrá, según sus cálculos, hacerse del control de Atacocha, vulnerando el derecho de los accionistas minoritarias que aceptaron la OPA en el supuesto que la misma sólo tendría un resultado positivo si Milpo obtenía la aceptación mínima

requerida y que por ende, las condiciones para todos los accionistas serían las mismas. De haber Milpo revelado información suficiente y veraz al mercado respecto a su información privilegiada, otra podría haber sido la decisión respecto a la aceptación de la OPA.

La decisión de Milpo de ofrecer un precio cuando menos de 2.4 veces superior al pagado a los aceptantes de la OPA por un número de acciones que represente el 4.18% del capital social, considero es contraria al espíritu del buen gobierno corporativo en torno al cual Milpo ha venido trabajando y que va en contra de la transparencia del mercado e igualdad de derechos para todos los accionistas hacia los cuales se extiende una oferta pública de adquisición. En ese sentido, el artículo 12 de la Ley de Mercado de Valores, señala que está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, entre las prohibiciones menciona la de efectuar transacciones o inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento.

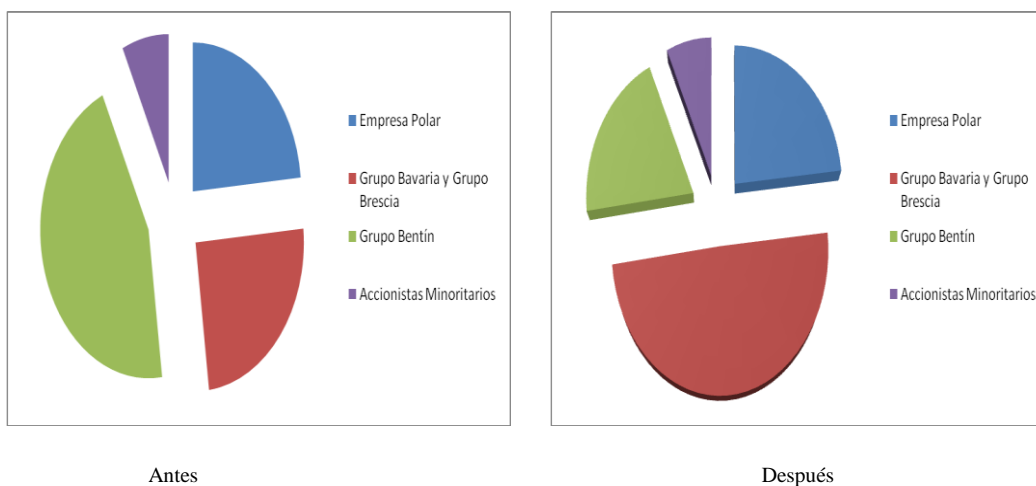
La OPA tiene por finalidad, según establece el artículo 3° del Reglamento de la OPA, que todos los accionistas o titulares de valores a los cuales hace mención el artículo 7° del mencionado Reglamento, reciban un trato equivalente en caso de adquisición o incremento de participación significativa en sociedades con acciones con derecho a voto inscritas en Rueda de Bolsa, y en el pago de la prima que con tal motivo se les ofrezca. Milpo debe indemnizar por la diferencia del valor pagado a través de la OPA

y el precio máximo que llegue a pagar a través de la orden de compra abierta que ha puesto en el mercado, pues la aceptación a la oferta era irrevocable e incondicionada pero según los términos y condiciones planteadas en el Prospecto Informativo, los cuales no se han cumplido.

Podemos señalar que a partir de los acontecimientos en torno a esta operación se ha hecho presente uso de la información privilegiada por la conducta indebida del *Insider Trading* Milpo. Con carácter de urgencia, hay que subsanar y preservar la transparencia del mercado de valores protegiendo a los inversionistas; ello constituiría la presente tesis, determinar que existe influencia por la conducta indebida del *Insider Trading* en la transparencia de la información privilegiada del mercado de valores peruano.

4.2.2. Casos II:

Backus & Johnston S.A.A. contra Grupo Bavaria y Grupo Brescia



A. Hechos

Es otro caso gran envergadura económica y empresarial en el Perú, que muestra como la falta de transparencia en las negociaciones bursátiles puede afectar la efectividad del mercado de valores, causando desconfianza entre los inversionistas. Es así que con fecha 10 de julio del 2001, la Sociedad Agente de Bolsa Continental Bolsa SAB S.A. comunicó a CONASEV y a la BVL la presentación de órdenes de venta y de compra extrabursátil por el 22% de las acciones con derecho a voto de Backus⁹⁹, por un precio de US\$420'000,000.00. Al día siguiente se conocería que el Grupo Brescia, uno de los principales accionistas de Backus, el que vendía sus acciones a favor de la empresa cervecera colombiana Bavaria.

⁹⁹ Como se sabe, Backus mantiene, luego de la compra de Cervesur hace 10 años una posición monopólica en la producción nacional de cerveza importada. Sus principales accionistas eran el Grupo Bertin con un 32%; el Grupo Brescia con un 22%; y el grupo venezolano Polar con un 24.5%. el Grupo Bertin había administrado la empresa por casi cincuenta años, con el apoyo del Grupo Brescia. El Grupo Polar, la empresa cervecera más grande de Venezuela, había consolidado su accionariado en Backus gracias a la compra, en noviembre del año 2001, de las acciones del Grupo Romero. El resto del accionariado estaba disperso entre múltiples accionistas.

La compra de Bavaria llamó particularmente la atención del mercado, no solo por tratarse de un porcentaje importante de Backus, sino sobre todo, por el precio pactado en la operación. El precio de venta por acción era de US\$21.95, es decir el 126% por encima del precio de cotización bursátil (precio del mercado). Esto era totalmente extraño, más aun si se tomaba en cuenta que el Grupo Polar, tan solo siete meses antes, había alcanzado el mismo porcentaje pagando un precio de US\$10.30 por acción.

Como era de esperar, el Grupo Polar solicitó, al día siguiente, 11 de julio, a Conasev que investigue la operación, ya que el precio pagado por Bavaria involucraba una prima tan alta por encima del valor de mercado que no podía ser otra que una prima de control¹⁰⁰.

Dicha prima de control, según señalaba el Grupo Polar en su recurso del 11 de julio, solo era posible en tres escenarios, uno de los cuales era que un tercero, actuando concertadamente y haciendo uso indebido de la información privilegiada con Bavaria, compraría posteriormente el paquete del Grupo Bertín¹⁰¹. Los hechos posteriores le dieron la razón al Grupo Polar.

Tan solo a 12 días después, el 22 de julio, Backus comunicaba al mercado una segunda operación gigantesca. El Grupo Bertín había otorgado una opción de compra del 16% de sus acciones a favor de Cheswick Comercial S.A. (Cheswick) empresa perteneciente a la

¹⁰⁰ La Prima de control es el sobreprecio que excede del valor de mercado de la acción porque le concede a su tenedor el control de una sociedad.

¹⁰¹ Escrito presentado por el Grupo Polar con fecha 11 de julio ante Conasev.

Organización Cisneros, un gigantesco grupo venezolano de telecomunicaciones, propietario de la segunda empresa cervecera en Venezuela, Cervecería Regional. El precio pagado por la Organización de Cisneros era de US\$16.00 por acción. La Organización Cisneros, así mismo, anuncio que iba a comprar un 7% adicional a Backus directamente en la BVL al mismo precio pagado al grupo Bertín. A pesar de que la organización Cisneros anunció que iba a efectuar de forma previa diligencia, posteriormente ejerció las operaciones y adquirió prácticamente todo el paquete materia de opciones de compra, sin que el diligencia previa ocurriese.

La operación era, por decir lo menos, extraña. El Grupo Brescia y el Grupo Bertín habían dejado el control de Backus después de 50 años, transfiriéndolo en tan solo 9 días de diferencia, a Bavaria y a la Organización Cisneros. El control de Backus cambiaba de manos, pero los adquirentes no habían realizado una Oferta Pública de Adquisición (OPA).

Según Bavaria y la Organización Cisneros, cada uno había actuado individualmente comprando paquetes accionarios ligeramente inferiores al 25%, mientras que la obligación de efectuar una OPA solamente nace cuando se pretende adquirir el 25% o más.

El Grupo Polar señalaba que, individualmente consideradas, las compras no hubiesen requerido de una OPA. Sin embargo, sostuvo que, si bien no hay un documento por escrito que demuestre la concertación y el

uso indebido de la información privilegiada, hay una serie de indicios que demuestran la actuación concertada y el uso indebido de información privilegiada entre Bavaria y la Organización Cisneros en calidad de *Insiders Tradings*.

Efectivamente, si Bavaria y la Organización Cisneros han actuado concertadamente y han hecho uso indebido de la información privilegiada en la compra de acciones de Backus, su paquete accionario debe ser considerado como uno solo, para efectos del cálculo de participación significativa previsto en el artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (OPA). La consideración de ambos porcentajes como uno solo, determinará que Bavaria y la Organización Cisneros hayan adquirido casi el 50% del capital social con derecho a voto de Backus, lo que constituiría una abierta infracción a la normatividad sobre OPAs, que exige que la adquisición de participación significativa (25% o más) requiera ser realizada a través de una OPA.

La denuncia del Grupo Polar, trae como consecuencia para Bavaria y la Organización Cisneros sería la suspensión en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a las acciones adquiridas y la obligación de venta mediante oferta pública en un plazo no mayor de dos meses (artículo 72 de la Ley de Mercado de Valores). Ello sin perjuicio de la sanción por infracción muy grave.

Concretamente el Grupo Bavaria y las diversas personas naturales o jurídicas integrantes del grupo Brescia decidieron realizar una operación extrabursátil. A tal efecto colocaron órdenes de compra y venta de un paquete de acciones de la clase “A” de la empresa Unión de Cervecerías Backus & Johnston S.A.A., inscritas en el RPMV y registradas en la rueda de bolsa de la bolsa de valores de lima.

Una vez difundida la información de las propuestas de compra y venta de las acciones de la empresa Backus & Johnston S.A.A. por parte del Grupo Bavaria y del Grupo Brescia, la empresa Lince Netherlands. B.V (perteneciente al Grupo Polar) solicitó el 11 de julio del 2001 a CONASEV que disponga la suspensión de la indicada negociación extrabursátil. El argumento explicitado fue que, paralelamente a dicha operación el Grupo Bavaria estaría adquiriendo el control de la empresa Backus de manera oculta, realizando una conducta indebida en el uso de información privilegiada, a través de mecanismos que deberían ser investigados, por lo que se estaría incumpliendo con el deber de realizar una transparente Oferta Pública de Adquisición. Es por ello que el Grupo económico Polar accionista de Backus & Johnston S.A.A. acusan a los Grupos Bavaria y otros (*Insiders Tradings*) de haber concertado y hacer uso indebido de la información privilegiada para adquirir en conjunto fuera de bolsa, más del 25 % de las acciones de la sociedad solicitando a al CONASEV que suspenda los derechos políticos de las acciones ya adquiridas por el Grupo Bavaria y otros.

B. Resolución

Ante la falta de pronunciamiento por parte de la CONASEV frente a las exigencias planteadas el Grupo Bavaria interpuso en contra de accionistas de la Backus & Johnston S.A.A. una demanda de declaración judicial de propiedad a fin de que declararlos como propietarios de 19 145,938 acciones de la clase “A” de la empresa Backus, pidiendo además que se integre a esta relación jurídico procesal a la CONASEV. Petición que es concedida mediante resolución concedida por el Primer Juzgado Especializado Civil de Lima a favor del Grupo Bavaria.

C. Discusión (Interpretación)

La conducta de Bavaria y la Organización Cisneros ha sido totalmente obstruccionista de la labor de la autoridad administrativa. Así, han tramitado ante el Poder Judicial, en plazos cercanos, medidas cautelares con pretensiones idénticas, que impiden a CONASEV aplicar medidas correctivas en caso de que considere que ha existido actuación concertada y el uso indebido de la información privilegiada entre ellos, mientras que Backus, aun bajo la administración del Grupo Bertín y con el respaldo de Bavaria y la Organización Cisneros, ha interpuesto medidas cautelares con el objeto de que no se perturbe la administración de la empresa, en clara alusión a medidas legales que podrían ser ordenadas por CONASEV.

La estrategia de actuación concertada y del uso indebido de la información privilegiada (*causa simulandi*) realizada por Bavaria y la Organización Cisneros es para adquirir el control de Backus sin realizar una OPA, ya que la formulación de una OPA hubiera tenido el siguiente efecto prejudicial:

a) La debida aplicación del Principio de Transparencia en el mercado de valores peruano, del cual derivan los deberes de transparencia en el uso adecuado de la información privilegiada por parte del *Insiders Tradings* al formular una OPA, lo que incluye la obligación de revelar planes futuros, endeudamientos, etc.

Accesoriamente se hubiesen generado lo siguiente:

- Un mayor costo de la operación, ya que la única manera de asegurar que el Grupo Brescia venda la totalidad de sus acciones, era lanzando una OPA por el 100% del capital social con derecho a voto de Backus.
- La distribución de la prima de control entre todos los accionistas de Backus. Incluso, Bavaria mismo podría haber vendido sus acciones en cartera para favorecer a los titulares de las acciones clase B y de inversión.
- La posibilidad de que el Grupo Polar o cualquier otro tercero presente una OPA competidora, arrebatándole el control de Backus o haciéndole más onerosa dicha toma de control. El Grupo Polar mantenía una participación minoritaria pero expectante en Backus, por lo que hubiera podido estar interesado en competir contra la OPA que tendrían que haber lanzado Bavaria o la Organización Cisneros. O, en general

cualquier otro grupo cervecero importante, hubiera podido estar interesado en competir en una OPA por el control de Backus.

La estructuración de dos operaciones, formalmente independientes, a porcentajes ligeramente por debajo del lumbral del 25% previsto por ley, pero que en el fondo obedecen a una estrategia unitaria, constituía la alternativa menos onerosa y la Organización Cisneros de adquirir y asegurar el control de Backus. Esta es la *causa simulandi*.

Sobre la base de la apreciación jurídica conjunta de muchos de los indicios citados, el Tribunal Administrativo de CONASEV¹⁰² ha calificado como verisímil la denuncia del Grupo Polar sobre la existencia de la conducta indebida del *Insider Trading* en el uso de la información privilegiada y la concertación entre Bavaria y la Organización Cisneros, avocándose en consecuencia a su análisis, estando la administración de la Conasev encargada de la responsable de la investigación.

El procedimiento administrativo ante la Conasev ha concitado una enorme atención, debido a que está relacionado con una de las más importantes empresas locales, e involucra a tres de los grupos empresariales más poderosos de América Latina. Estas consideraciones, sin embargo, no deberían distraer la atención del tema más importante. La esencia de la transparencia en el mercado de valores peruano, que básicamente es un tema de principios: el respeto a la legalidad y las instituciones

¹⁰² Resolución del Tribunal Administrativo de Conasev N° 042. 2002-EF/94.12 de fecha 7 de agosto de 2002.

fundamentales del mercado de valores, que en la presente tesis nos ocupa están concentradas básicamente en la conducta indebida del *Insider Trading* en el uso de la información privilegiada, lo que disminuye la transparencia en el mercado de valores peruano.

CAPITULO V
INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL
MERCADO DE VALORES PERUANO

5.1. La utilización de información privilegiada por el Funcionario Público en nuestro Mercado de Valores.

En la presente tesis se ha demostrado que el efecto que ha generado la conducta indebida del *insider trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú (revelar o usar indebidamente información sobre los futuros proyectos que se podrían cotizar en la bolsa o en el mercado de valores), afectando también las transacciones y transparencia de nuestro mercado de valores. Sin embargo, en el sector público sucede todo lo contrario que en el mercado bursátil, ya que no existe una norma expresa sobre esta prohibición del uso de información privilegiada en el Estado por sus funcionarios públicos.

Es necesario analizar la conducta indebida del *Insider Trading*, esto es, los funcionarios públicos, ya que estas personas tienen acceso a información de proyectos antes que el público en general y pueden comprar y vender acciones anticipadamente en el mercado bursátil.

Para Narghis Torres, esta situación debe ser regulada, señalando lo siguiente:

*"Hay que aplicar también las normas del Insider Trading a los funcionarios públicos, como congresistas y asesores, o autoridades electas, como presidentes regionales y alcaldes, ya que estas personas tienen acceso a información de proyectos, antes que el público en general, y pueden comprar y vender acciones anticipadamente en el mercado bursátil".*¹⁰³

A nivel internacional se ha determinado generalmente, que son los funcionarios públicos o autoridades designadas los que tienen mayor beneficio económico con el manejo de información privilegiada en las contrataciones de los Estados. En tal sentido, es importante aplicar la presente tesis sobre la conducta indebida del *Insider Trading* (la información privilegiada del sector privado al sector público), a las autoridades del estado peruano que tengan la capacidad de tomar decisiones, ya que estas personas tienen acceso a información de proyectos o de situaciones empresariales, tomando conocimiento antes que el público en general y podrían ellos eventualmente o cualquier otro vinculado a ellos, comprar o vender acciones en base al conocimiento anticipado o información que tiene ellos únicamente, por la función de su cargo público, por tanto estas conductas indebidas deben ser analizadas.

El 25 de abril de 2001, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) sometió a consulta ciudadana el documento de trabajo titulado "Acceso a financiamiento a través del mercado de valores", con la finalidad de obtener opiniones y recomendaciones de los especialistas e interesados sobre los lineamientos de una reforma legislativa para el mercado de capitales.¹⁰⁴ A raíz de esta inquietud

¹⁰³ Narghis Torres, profesor del MBA Tiempo Completo de ESAN, Febrero 2012, www.esan.edu.pe.

¹⁰⁴ Publicación realizada por PROCAPITALES el 19 de Febrero de 2014, organización dedicada a contribuir al desarrollo del mercado de capitales en el Perú a través de la promoción de un marco legal

planteada por el MEF, un grupo de profesionales en el área de finanzas en el Perú decidió reunirse para deliberar sobre las dificultades que enfrentaba la pequeña y mediana empresa para acceder al mercado de capitales, sobre todo en un contexto de continuo crecimiento y acumulación de recursos administrados por las administradoras de fondos de pensiones (AFP). El Gobierno peruano apunta a ofrecer nuevas alternativas de inversión para todas las personas. Es por ello que pronto se ofrecería acceso a un activo que solamente los inversionistas institucionales tenían acceso: Los bonos del Tesoro peruano.

El gerente de operaciones de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), Francisco Palacio, reveló en el marco del Infobolsa celebrado en Arequipa en el año 2012 la posibilidad de que las personas naturales en nuestro país puedan invertir en bonos soberanos, de un modo muy similar a como sucede con las letras del Tesoro. Así sostuvo: *“Estamos justamente en conversaciones con el MEF, para que parte de las colocaciones de bonos soberanos sea ingresada a través del mismo mecanismo con que se colocan las letras del Tesoro. Y darles la posibilidad a más personas naturales de refugiar su dinero en ese instrumento. Las conversaciones están bien avanzadas”*. La última subasta de letras del Tesoro fue un éxito, según dijo el ejecutivo, señalando textualmente: *“La subasta pasada se han colocado más de 30 millones, esto quiere decir que se colocó más de lo que ofertaba el MEF”*.

Esto demuestra que cada vez hay más apetito por los títulos emitidos por el Gobierno, incluso entre los inversionistas *retail*. “Por eso es que el MEF está cada

eficiente y la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo. Es una entidad de carácter gremial representativa del sector privado orientada a promover la inversión en general, con énfasis en la promoción del mercado de capitales.

vez más cerca de decidir una colocación de un sector de los bonos del Tesoro, a través del mecanismo de la Bolsa de Valores” afirmó.

Así tenemos, que el Estado peruano desde el año 2011 reanudó su participación en los mercados de valores, con una emisión de bonos de S/.425 millones. En principio entendamos que en el Perú como en otros países del mundo existe un mercado de valores, donde se compra y venden títulos, que en términos sencillos representan obligaciones de deuda, ya sean corporativas (de empresas) o soberanas (del Estado).

Estos títulos valores normalmente están representados por bonos, que a cambio de dinero en efectivo ofrecen un compromiso de pago a futuro más un plus, denominado rendimiento. En el caso de los bonos soberanos, sus rendimientos son determinados por la demanda de los inversionistas y marcan la pauta para las emisiones de bonos o deuda corporativa de las empresas, que requieren capital para sus proyectos. Así, si el país que emite la deuda en bonos soberanos es considerado altamente riesgoso por las agencias de clasificación de riesgo y la comunidad de inversionistas, deberá ofrecer un mayor rendimiento y un menor precio por el bono, además de un menor período de repago.

En contraparte, si hablamos de un país seguro, con un buen historial de pago y buenos resultados en sus cuentas fiscales, como Perú, el rendimiento que deberá ofrecer no será tan alto, tendrá la posibilidad de endeudarse a mayor plazo y con un mejor precio de sus bonos. En un contexto de una posible nueva gran crisis financiera global, los inversionistas locales o extranjeros, apuntan siempre a títulos

valores de países con menor riesgo, pero que a su vez ofrezcan también rendimientos aceptables.

Con cuentas fiscales en positivo, aparentemente no habría motivos para que el Estado emita bonos o nueva deuda. Sin embargo, las emisiones en el mercado local sirven para aminorar la presión de la deuda pública sobre las arcas fiscales. ¿Cómo? Con el dinero recaudado de la nueva deuda a mayor plazo se pagan las obligaciones que está por vencerse, es decir se alarga el período de pago y se disminuyen los intereses y amortizaciones. Otro aspecto a tomar en cuenta es que se trata de deuda en moneda local, con lo cual se elimina el riesgo de que el tipo de cambio cambie significativamente cuando se emite deuda en dólares.

Los resultados obtenidos, fueron los esperados por el mercado con una alta demanda. La primera operación fueron de bonos con vencimientos en setiembre de 2013, por S/.100 millones. La tasa de rendimiento promedio planteada en este caso fue de 4.3599%. Estos papeles registraron una demanda de S/.659 millones, más de seis veces el valor emitido, finalmente se colocó S/.125.3 millones. En otra subasta, se ofertó S/. 200 millones en papeles con vencimiento el 12 de febrero del 2042, a una tasa de rendimiento promedio del 6.4746%. Estos bonos registraron una demanda de S/.629 millones, en este caso se colocaron S/.200 millones. En ambas emisiones, los rendimientos pactados son menores a los obtenidos en operaciones anteriores, lo cual reflejaría el interés que mantienen los inversionistas locales y extranjeros por participar en el mercado de valores peruano.¹⁰⁵

¹⁰⁵ El Portal de los Nuevos Empresarios *MA\$\$*; *El Sector público reanuda su participación en el mercado de valores peruano*, Publicado del 23 de agosto del 2011. dcruzadom@gromero.com.pe

Por tanto, es muy importante investigar acerca El efecto que ha generado la conducta indebida del *insider trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú y de esta manera mejorar la transparencia en las transacciones en nuestro mercado bursátil y poder aplicar esta investigación también en el sector público, específicamente a las contrataciones públicas que realice el estado peruano.

CAPITULO VI

RECAPITULACION DEL TRABAJO

En la actualidad presenciamos el desarrollo del mercado de capitales en el mundo. Este auge, incluye el uso de nuevos instrumentos bursátiles así como la creación de mercados de futuros y de opciones. En este contexto de globalización de la economía, nuestro mercado de valores peruano ha sucumbido también, como casi la totalidad de los mercados de América Latina, al arrollador avance de la modernidad y a la fascinante tecnología que exhibe el mercado de valores en el mundo de hoy.

En el Perú, el Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, Decreto Supremo N° 093- 200 2-EF, vigente desde el 15 de junio de 2002, nació con el buen augurio de impulsar el desarrollo del mercado, estableciendo en especial, los cauces para una adecuada protección del inversionista y la consiguiente difusión del accionariado de las empresas. Dicha Ley, garantiza y promueve la iniciativa individual y tutela a las empresas que cotizan en bolsa, pues si los inversionistas saben que están protegidos concurrirán al mercado con la tranquilidad de saber que su buena fe no será sorprendida. En suma, la Ley, alienta el espíritu de empresa y el ahorro de las personas, todo ello bajo el control estatal que debe asegurar que se cumplan las reglas de juego establecidas, teniendo como premisa que la confianza es la esencia del mercado. Por tanto, las disposiciones legales en nuestro medio persiguen asegurar que esa confianza no se resienta, de manera que los riesgos que

pueda afrontar el inversionista sean únicamente los que se derivan de su propia decisión.

Parte de la estructura legal en el Perú referente al mercado de valores descansa, básicamente, en la Ley Orgánica de Superintendencia del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 26126, publicada el 30 de diciembre de 1992 y en la propia Ley, contienen los mecanismos y procedimientos que permiten una adecuada protección para el inversionista. Así, la Ley encarga a la SMV la trascendental tarea de velar por la protección de los inversionistas. Todas ellas bajo la protección constitucional contenida en el título III del Régimen Económico, donde se proclama, entre otros principios, que la iniciativa privada es libre; que el Estado reconoce el pluralismo económico; que el Estado facilita y vigila la libre competencia; que la libertad de contratar garantiza que las partes puedan pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato; que la inversión nacional y extranjera se sujetan a las condiciones estatales; que el Estado defiende el interés de los consumidores y usuarios; etc.

Existe también a nivel bursátil en el Perú, la obligación de las empresas de informar sus Hechos de Importancia, que acarrearán la inscripción en el Registro Público de Valores e Intermediarios para la empresa emisora de las acciones o bonos, etc. Estos hechos deben ser divulgados por la empresa en forma veraz, suficiente y oportuna. Existen reglamentos que determinan el tipo y calidad de información apta para ser calificada como hecho de importancia y en consecuencia, sujeta a la obligación de información por parte de la empresa.

En realidad, desde el punto de vista normativo, el mercado de valores está organizado para brindar seguridad y confianza a los que participan en dicho mercado, esto es, inversionistas, empresas emisoras, intermediarios, bolsas de valores y la autoridad rectora del mercado. Sin embargo, la Ley ha dedicado en su texto un título especial bajo el título de Protección al Inversionista, regulando lo concerniente a la clasificación de riesgos, a la reserva bursátil, a las sociedades anónimas abiertas, a los minoritarios y a los certificados de suscripción preferente.

La inclusión de este título específico en la Ley, poco usual en otras legislaciones sobre el mercado de valores, denota la especial importancia que le ha dado el legislador a este personaje actor indiscutible del mercado: El Inversionista, la Supervisión de las Bolsas de Valores de acuerdo con los principios de la ética comercial y con sujeción a las disposiciones legales pertinentes, la Reserva Bursátil donde sus directores, funcionarios y trabajadores de las Sociedades Agentes de Bolsa así como los integrantes del Consejo Directivo, funcionarios y trabajadores de las Bolsas de Valores están prohibidos de suministrar información sobre los compradores y vendedores de los valores cotizados en bolsa.

También existe, el Registro Público de Valores e Intermediarios, que forma parte de la estructura orgánica de Conasev, que se encuentra a cargo de la SMV y en él están obligadas a inscribirse las empresas que realizan oferta pública de acciones, bonos, etc., está a disposición del público en general y especialmente de los inversionistas, información que se encuentra a disposición de forma gratuita y se puede acceder a ella, revisando y examinándola para poder decidir sobre su inversión. Así mismo, existen sanciones que Conasev puede imponer por

incumplimiento, dentro de las cuales tenemos: la amonestación, multa, suspensión, intervención, cancelación, revocación y destitución. Tales sanciones son independientes de la responsabilidad civil o penal que pudieran derivarse de los actos infractores.

Es en este mundo bursátil, que surge la presencia del *Insider Trading*, expresión otorgada por la doctrina especializada bursátil, término que recae en aquella persona con acceso a información privilegiada de una empresa, pudiendo ser los directores, administradores y auditores de una empresa y en general quienes por razón de su cargo o actividad tengan acceso a los actos o negocios de ella, que están obligados a guardar reserva absoluta respecto de tales actos o negocios, cuando puedan influir en la cotización de los valores, información que no puede ser dada a conocer al público anticipadamente, o ser usada en su beneficio de forma ilegal.

Siendo la conducta indebida del *Insider Trading*, la principal motivación para el desarrollo de la presente tesis, expondré las opiniones a favor y en contra de esta figura bursátil en el derecho comparado en el uso de la información privilegiada, para después aplicarlos en Perú, así por ejemplo el Dr. Macey¹⁰⁶, afirma que limitar a los *Insider Trading* conduciría a la pérdida de captación de recursos de la sociedad ya que gastarían más recursos y energías en lograr su fin; los *Insider Trading* en cambio lograrían obtener información de sus empresas a menor costo y de igual forma las facilitarían a las personas que participan en el mercado de valores. Por otro lado, los doctrinarios CHOPER, así como COFFE,¹⁰⁷ afirman que los *Insider Trading* retardan

¹⁰⁶ MACEY, Jonathan R. “*Insider Trading, Economics*”, Politics and Policy, American Enterprise - Institute, Press, Washington D.C. 1991. pp 18-40.

¹⁰⁷ CHOPER; Jesse H., COFFE, Jhon C and MORRIS, Roberth. “*Cases and Materials on Corporations*”. Little Brow and Company Boston. 1989. Pág. 462.

intencionalmente la distribución de información privilegiada en el mercado, para poder negociar con este primero, afectando seriamente la eficiencia del mismo. Esta demora causaría que los inversionistas negociaran valores a precios que no contienen la totalidad de la información, al no reflejar verdaderamente los riesgos escondidos en la cotización del valor y las perspectivas reales que se puedan crear.

La conducta indebida del *Insider Trading*, se manifiesta de dos formas: La primera, es el simple aprovechamiento de la información al comprar o vender los valores antes de que la información se haga pública mediante las Ofertas Públicas de Adquisiciones (OPAs), obteniendo así beneficios mayores, y la segunda es el intercambio de información entre los interesados, que es el método más común y variado a la vez.

El *Insider Trading*, no puede atentar contra los principios inspiradores del mercado de valores que protegen al inversionista del uso indebido de la información privilegiada, ni tampoco contra el principio de transparencia informativa, el principio protector al inversor, el principio de igualdad y el principio de comportamiento leal de los intermediarios. Estos principios hacen posible que todos los inversionistas cuenten, en igualdad de condiciones, con información suficiente, fidedigna y oportuna sobre las empresas e instrumentos (valores mobiliarios) objeto de negociación. Todo esto con el propósito de otorgar a los inversionistas las garantías debidas en la toma de sus decisiones susceptibles de afectar seriamente su patrimonio.

En este sentido, el deber de información excede el carácter de una obligación meramente legal para alzarse como resultado de una de las garantías básicas de

mercado. Dentro del concepto de transparencia, el hecho de importancia informado veraz y oportunamente juega un rol preponderante en el mercado, pues el inversionista, confiado en esos hechos, podrá tomar la decisión que mejor le convenga a sus intereses. Si todos los participantes del mercado, y en especial los inversionistas, disponen de la información suficiente para tomar sus decisiones, en igualdad de condiciones y oportunidades tendrán las mismas posibilidades de ganar o perder, es decir, habrá aumento o pérdida de riqueza para todos los participantes y no transferencia.

Finalmente, podemos afirmar que el Uso Indebido de la Información Privilegiada, es rechazado y sancionado, esto es, la utilización de información relativa a una empresa que todavía no ha sido divulgada al mercado como hecho de importancia a la cual califica como información privilegiada. Es así como surge en mi persona, la interrogante: *¿Qué efecto ha generado la conducta indebida del Insider Trading en la aplicación de la política económica en el Perú?* y de esta manera demostrar que el efecto que ha generado la conducta indebida del *Insider Trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos de los accionistas en el Perú.

Para, poder responder a la interrogante planteada, he tenido que realizar una investigación y análisis profundo de todos los casos suscitados en nuestro país que muestren la existencia de una indebida conducta del *Insider Trading* en el mercado de valores peruano, pese a existir mecanismos de protección al inversionista. Pudiendo determinar la existencia de dos casos en los que se demuestra que la conducta indebida realizada por el *Insider Trading* influye disminuyendo la transparencia de la información privilegiada en las negociaciones en el mercado de valores peruano. Para

la presente investigación analizaré dos casos que representan un 100% de la muestra en el mercado de valores en el Perú. Los casos propuestos son: La Compañía Minera Atacocha S.A.A. contra Compañía Minera Milpo S.A.A., y el caso de Backus & Johnston S.A.A. contra Grupo Bavaria y Grupo Brescia.

CONCLUSIONES

1. La transparencia en el mercado de valores, es uno de los pilares sobre los que se asienta el desarrollo del mismo, permitiendo que la información que se proporciona en este mercado, sea oportuna, completa, clara y cierta; además que este referida a hechos relevantes, es decir, de auténtico interés para los emisores e inversionistas; de allí la importancia de hacer prevalecer esta transparencia en todas las negociaciones bursátiles y de toda índole que se generan en este mercado.
2. La información, otro de los pilares de este mercado, se torna indispensable para que el inversionista pueda tomar sus propias decisiones, evaluando los riesgos y costos con un nivel razonable de certidumbre en las transacciones que pretende realizar. De allí que la información privilegiada es aquella proveniente del emisor o de cualquier otro agente del mercado de valores, respecto a uno o varios valores a ser negociados, que no son de conocimiento público y cuya indebida difusión podría influir significativamente en la cotización de dichos valores, favoreciendo a aquellos que usan en su provecho dicha información, ya que estarían obteniendo una retribución excesiva que no les corresponde, siendo reprochable esta conducta tanto desde el punto de vista tanto ético como legal.
3. Es posible afirmar, que el efecto que ha generado la conducta indebida del *insider trading* en la aplicación de la política económica ha sido la lesión de los derechos

de los inversionistas en el Perú, en la medida que ha mermando no sólo en la transparencia y el uso de la información privilegiada de nuestro mercado de valores sino que ha creado un clima de desconfianza entre los inversionistas, causando un perjuicio en sus negociaciones.

4. La existencia de un mercado de valores eficiente, se convierte actualmente en una necesidad a priori, no sólo de cualquier proceso de crecimiento económico y social, sino también para cualquier estado moderno que busque obtener enormes volúmenes de recursos que permitan la financiación de sus inversiones, y de esta forma proporcionen una política económica estable y con tendencia al crecimiento.

RECOMENDACIONES

1. Es necesario reforzar la actual promoción y difusión del mercado de valores, mediante el desarrollo de diferentes tipos de eventos dirigidos a incentivar o enriquecer los conocimientos sobre el mercado de valores en el país. En este sentido se podría generar la realización de programas elaborados por la Bolsa de Valores de Lima y la Superintendencia del Mercado de Valores, que proporcionen alcances sobre cultura bursátil que incluya el dictado de conferencias dirigidas a estudiantes de nivel universitario, gremios empresariales, y otros realizados a nivel nacional; teniendo como uno de sus temas principales al uso indebido de información privilegiada, que realiza la figura del Insider Trading entre otros y los efectos que su conducta indebida genera el mercado de valores.
2. En todo negocio se necesita ser cauteloso. Lo mismo sucede cuando se invierte en la Bolsa de Valores, siendo recomendable tener conocimiento pleno sobre las reglas de juego en este proceso de inversión de valores, por ello nunca se debe comprar valores que sean ofrecidos en la “calle”, solo debe hacerse en la Bolsa de Valores y por intermedio de los agentes de intermediación, no dejarse presionar cuando se compran o venden valores, no comprar o vender en base a rumores del mercado, teniendo en consideración que lo mismo resultaría comprar o vender valores basados en “información privilegiada” que no están disponibles para otros inversionistas; en tal sentido, examinar cuidadosamente la información que le ofrecen, ser cauteloso cuando le prometan o garanticen grandes y rápidos

rendimientos económicos y tener presente que lo que se realiza es una inversión, y como tal puede tener pérdidas o ganancias.

3. Se considera conveniente imponer a las personas que poseen información privilegiada, la obligación de hacer pública sus posiciones con respecto a los valores y las utilidades obtenidas semestralmente, con la finalidad de controlarlas.
4. Es recomendable que la Superintendencia de Mercado de Valores del Perú, haga de conocimiento público de un reglamento que sancione al *Insider Trading* que brinde información falsa, inexacta o tendenciosa, con la finalidad de aumentar la transparencia en las transacciones el mercado de valores peruano.
5. Teniendo en cuenta un estudio realizado por la Escuela de Administración de Negocios para Graduados, ESAN, donde se establece que en el sector público no existe una norma expresa sobre la prohibición del uso de indebido de información privilegiada por los funcionarios públicos como sucede en el sector privado con el *Insider Trading*. Ante tal supuesto, sería recomendable aplicar las normas del *Insider Trading* a los funcionarios públicos, como congresistas y asesores, o autoridades electas, como presidentes regionales y alcaldes, ya que estas personas tienen acceso a información de proyectos, antes que el público en general, y pueden comprar y vender acciones anticipadamente en el mercado bursátil.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO ESPINOZA, Francisco José. “Mercado Primario de Valores Mobiliarios.”
Barcelona. Jose María Bosh. Editor . 1994. Pág. 198.
- ALONSO ESPINOZA, Francisco José. “Mercado Primario de Valores Negociables.”
Barcelona. Jose María Bosh. Editor . 1995. pp. 86, 88 y 89.
- ALONSO UREBA, A. “Inexactitud u Omisiones del folleto” pág. 396.
- ALEMANY EGUIDAZU, Jesús Miguel. “La Manipulación de los Mercados de
Valores – Estudio Multidisciplinario ilustrado en casos reales”. Editorial
Difusa 2001. pág. 23 – 650.
- BAINBRIDGE, Stephen. “The Insider Trading Prohibition: a legal and economic
enigma” In: The University of Florida Law Review, Vol. 38, 1986; pág. 324.
- BAINBRIDGE, Stephen. “The insider Trading and the Dual Role or information”. In:
The Yale Law Journal. 1997. pág. 50.
- BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo y CASTELLARES AGUILAR, Rolando.
“Comentarios a la Nueva Ley de Títulos Valores”- Comentarios al artículo
252 de la nueva ley de Títulos Valores N° 27287. Gaceta Jurídica. Primera
Edición. Octubre 2000. pp. 683 – 688.
- BERCOVITZ RODRIGUEZ, Cano A. “El Derecho del Mercado de Capitales”. pp. 22
- BREVEMENT GALLH, S. “Insider Trading”. En Giur. Sep-Oct 1991. pág. 948.
- BOLSA DE VALORES DE LIMA. [http:// www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)
- CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo. “Diccionario Jurídico Law
Dictionary”. Tomo I. Editorial Heliasta S.R.L. Buenos Aires. Argentina.
1998. pág. 815.

CÁMARA DE COMERCIO AMERICANA DEL PERÚ. Chong León, Estaeban. Presidente periodo 2013/2015. Instituto Peruano de Auditores Independientes (IPA). Miembro del Consejo Directivo de la Universidad del Pacífico y MBA por la Universidad de Pittsburgh - Estados Unidos. Publicación El Comercio 16/06/2013.

CARTÓN W. Dennis y FISCHER R. Daniel. “The Regulation of Insider Trading”. In the Stanford Law Review. 1983. Vol. 35. pp. 35-37.

CARTILLA INFORMATIVA CONASEV “Semana de Protección y Educación al Inversionista”. Lima. 1998. pp. 1-5.

CASTRITIUS MENDOZA, Paúl. “La Necesaria Evolución de la Legislación Peruana del Mercado de Valores”. Revista de Derecho Cathedra. pp. 239 – 241.

CACHON BLANCO, José Enrique. “200 preguntas sobre Los Mercados de Valores”. Madrid Actualidad Editorial S.A. 1995. pág. 58.

CACHÓN BLANCO José Enrique. “Derecho del Mercado de Valores I”. Madrid Actualidad Editorial S.A. 1995. pág. 32.

CACHÓN BLANCO José Enrique. “El Principio Jurídico de Protección al Inversor de Valores Mobiliario”. Aspectos Teóricos y Prácticos. 1944. pp. 637 -638.

CÓDIGO DE COMERCIO DE ESPAÑA de 1829. Decretado, Sancionado y Promulgado el 30 de Mayo 1829.

CÓDIGO PENAL DE ESPAÑA de 1995. Aprobado por la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de Noviembre de 1995.

CÓDIGO PENAL DE PERU, aprobado por Decreto Legislativo N° 635, Promulgado el 03 de Abril de 1991, Publicado el 08 de Abril 04 de 1991.

CÓDIGO DE COMERCIO DE PERU de 1902. Promulgado el 15 de febrero de 1902, vigente desde el 01 de Julio de 1902.

CONASEV. Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores.
www.conasevnet.gob.pe/Portal/NorLeg-fram.htm.

CONSTITUCIÓN para la REPÚBLICA del PERÚ de 1979, vigente desde el 12 de julio de 1979.

CONSTITUCIÓN POLÍTICA del PERÚ de 1993, vigente desde el 31 de diciembre de 1993.

CHARLES P, José. “Investments Analisis and Managent”. Fhon Wiley y Sons. INC. 1994. pág. 624.

CHONG LEÓN, Estaeban. “La Transparencia de la Información Financiera en el Mercado de Valores Peruano”. Diario El Comercio del 16 de junio del 2013.

CHOPER, José H., COFFEE, Jhon C. and MORRIS, Robert. “Cases and materials on Corporations”. Little Brown and Company Boston. 1989. pág. 462.

CRUZ ROCHE, “La Información en la Bolsa de Valores”. En curso de Bolsa I. pp. 438 y ss.

DECRETO LEY N° 18302, vigente 02/07/70. Reestructuración de la Comisión Nacional de Valores.

DECRETO LEY N° 18353, vigente 04/08/70. Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev)

DECRETO LEY N° 19648, publicado el 07/12/72. Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev).

DECRETO LEY N° 21907, publicado el 01/09/77, CONASEV y la Supervisión de las Empresas Administradoras de Fondos Colectivos.

DECRETO LEY N° 26126. Ley Orgánica de la Superintendencia de Mercado de Valores. Publicada el 30/12/92.

DECRETO LEGISLATIVO N° 295 Código Civil del Perú. 24/07/84.

DECRETO LEGISLATIVO N° 755. Ley del Mercado de Valores de Perú. Publicada
13 de Noviembre de 1991.

DECRETO LEGISLATIVO N° 822. Ley sobre el Derecho de Autor en Perú.
Publicada el 30 de Enero de 1996.

DECRETO LEGISLATIVO N° 26126. Ley Orgánica de Superintendencia del
Mercado de Valores. Publicada el 30 de Diciembre de 1992.

DECRETO SUPREMO N° 093-2002-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del
Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861. Publicada el 15/06/02.

DIRECTIVA 2003/6/CE. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea.

DIARIO EL COMERCIO. Portafolio Económico: www.elcomercio.pe,
portafolioeconomico@comercio.com.pe

DIARIO OFICIAL EL PERUANO. Reglamento de Sanciones del Mercado de
Valores. Publicado el 02/01/1992

EASTERBROOK, FRANCK. “Trading on Insider Information” In the Economic
Structure of Law. Harvard Press. 1991. pág. 453.

ESPINOZA ESPINOZA, Juan. “Derecho de la Responsabilidad Civil”, 4ta Edición,
Gaceta Jurídica, 2006.

FAMA E.F. “Reply Journal of Finalize”. 1976. pág. 143.

FISCHEL y ROSS. “Trading on Insider Information” In the Economic Structure of
Law. Harvard Press. 1991. pág. 453.

HUI, Ching-hoo. “Uso Indevido de la Información Privilegiada”. Periodista. Taiwan.
Asia Asset Management Est. SFB de Taiwán. 04 de abril 2013.

HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. “La Sociedad Anónima”, Editorial Normas
Legales. Primera edición 2013, Lima – Perú. pp. 113-125.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA E INFORMÁTICA. <http://www.inei.gob.pe>.

JURISPRUDENCIA. Dialogo con la Jurisprudencia. Actualidad, análisis y crítica jurisprudencial. Especial El caso Backus y Johnston. Editorial Gaceta Jurídica. Lima-Perú. pp 14-74.

LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES EN EL PERÚ.
www.smv.gob.pe

LA SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC), Of 1933, CH38, 48 Stat.74.
Coifed as amended at 15 U.S.C. s.77^a – 77aa, 1988.

LA SECURITIES EXCHANGE ACT de 1934, Of 1934, CH 404, 48 Stat 881.
Codified as amended at 15 U.S.C.s. 78^a78II 1988 y Supp. I. 1989.

LEE M. Y. BISHASA. H. “Securities Regulation and Market Efficiency”. En International Review Law and Economics. N^o 5. 1985. pp. 247-254.

LEON BARANDIARAN, José. Comentarios al Código Civil Peruano. (*Derecho de Obligaciones*). Acto Jurídico. Ediar Soc. Anon. Editores. Buenos Aires. 1954. pág. 396.

LEY N° 16123, Ley de Sociedades Mercantiles, se expidió con fecha 27/08/66.

LEY N° 17020, Comisión Nacional de Valores (Conasev), vigente 28/05/68.

LEY N° 18.045. Ley de Mercado de Valores de Chile. Publicada el 22/10/81.

LEY N° 20.448, Ley del Mercado de Valores de Chile, modifica a la Ley N° 18.045.
Vigente 13/08/2010.

LEY N° 26361, publicada el 30/09/94, Conasev Facultada a Supervisar el Mercado de Productos y a los Agentes que participan en él.

LEY N° 26702. Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.

LEY N° 26887. Ley General de Sociedades. Publicada 05/12/97.

LEY N° 27323 publicada el 23/07/00, función del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI)

LEY No. 27649, modifica el Decreto Legislativo N° 861. Publicada el 23/01/02

LEY N° 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores. Vigencia el 28/07/11. sustituyó la denominación de Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores por la de Superintendencia del Mercado de Valores.

MACEY, Jonathan R. “Insider Trading, Economics, Politics and Policy”. American Enterprise-Institute, Press. Washington D.C. 1991. pp. 18-40.

MANGOLD MORO, Federico Juan Manuel. “La Responsabilidad Civil del *Insider Trading*”. Abogado – Miembro del Instituto de Derecho Comercial del C.P.A.C.A.B.A. – U.N.A. – F.E.I.E.I. 2010.

MARADIEGUE RIOS, Roberto. “Derecho de Obligaciones”. Primera Edición. Editorial Nuevo Norte S. A. Volumen IV. 2004.

MONTOYA MANFREDI, Ulises. “Comentarios a la Ley de Títulos Valores”. Sexta Edición. Aumentada y actualizada por Ulises Montoya Alberti y Hernando Montoya Alberti. Editora - Distribuidora Jurídica GRIJLEY. Noviembre 2001. Lima – Perú. pp. 883-948.

NARGHIS TORRES, Alberth. Profesor del MBA Tiempo Completo ESAN. Febrero 2012. www.esan.edu.pe.

NUÑEZ LAGOS, José Manuel. “Nuevas Tendencias de la Seguridad Jurídica en el tráfico Bursátil”. Civitas. Madrid. 1993. pág. 521.

PATRICIO TORREGOSA, J y MARTINEZ SERRANO J.A. “La Racionalidad del Mercado de Valores”. En curso Bolsa II. pág. 73.

- PAYET, José Antonio: “El Mercado de Valores y la Protección de los Inversionistas”. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima. 1992. pág. 445.
- PEÑA CABRERA, Raúl. “Código Penal Comentado” Editorial San Marcos, Lima, 1992, pág. 51.
- PORTAL de los Nuevos Empresarios MA\$\$/. “El Sector Público reanuda su participación en el Mercado de Valores Peruano” Publicado el 23/08/2011. dcruzadom@gromero.com.pe
- PRAT RODRIGO, Margarita. “El Uso Ilegal de la Información Privilegiada en las Ofertas Públicas de Adquisición en Acciones” (Estados Unidos 1933 – 1988). Desarrollo S.A. Madrid. Barcelona. Bilbao. 1996. pág. 01 – 349.
- PROCAPITALES. Organización dedicada a contribuir al desarrollo del mercado de capitales en el Perú a través de la promoción de un marco legal eficiente y la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo. Publicación realizada por el 19/02/2014.
- RESOLUCIÓN CONASEV N° 0001-1998-EF/94.10.0. Normas Complementarias al Reglamento de Oferta Pública y al Reglamento de Memorias Anuales y Reportes Trimestrales. Publicada el 30/08/1998.
- RESOLUCIÓN CONASEV N° 0021-1999-EF-94.10.0. Reglamento de Operaciones en la Rueda de Bolsa de Valores de Lima. Publicada el 27/10/1999.
- RESOLUCIÓN CONASEV N° 0026-2000-EF-94.10.0. Reglamento de Fondos Mutuo de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras. Publicada el 04/05/2000.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0030-1994-EF/94.10.0. Reglamento de Reclamación, Ejecución y Distribución de garantías de las Sociedades Agentes de Bolsa. Publicada el 02/04/1994.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0031-1999-EF-94.10.0. Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores. Publicada el 05/03/1999.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0074-1998-EF-94.10.0. Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riego. Publicado el 25/04/1998.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0086-1998-EF-94.10.0. Reglamento de Solución de Controversias y Reglamento de Vigilancia del Mercado de la Bolsa de Valores de Lima. Publicada el 27/05/1998.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0093-1998-EF-94.10.0. Normas Contables de las Sociedades Titulizadoras. Publicada el 02/07/1998.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0107-2002-EF/94.10.0. Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones. Publicada el 28/12/2002.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0141-1998-EF-94.10.0. Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios. Publicada el 21/10/1998.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0186-1995-EF/94.10.0. Responsabilidad de los certificados de participación de las sociedades agentes de bolsa. Publicada el 05/05/1995.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0291-1992-EF/94.10.0. Publicada el 27/03/92. Oferta Pública de Valores. Publicada el 27/03/1992.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0291-1994-EF/94.10.0. Montó Anual de Transacciones de la Sociedad Agente de Bolsa. Publicada el 13/06/1994.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0307-1995-EF/94.10.0. Obligación de Información a la Superintendencia del Mercado de Valores. Publicada el 26/08/1995.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0359-93-EF/94.10.0. Información Privilegiada. Publicada 22/12/1993.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0628-1997-EF-94.10.0. Normas Contables de los Fondos de Inversión y Fondos Mutuos. Publicada el 25/10/1997

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0630-1997-EF-94.10.0. Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Compra de Valores. Publicada el 24/10/1997.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0843-1997-EF-94.10.0. Reglamento de Agentes de Intermediación. Publicada el 18/12/1996.

RESOLUCIÓN CONASEV N° 0910-91-EF/94.10.0. Reglamento de Sanciones del Mercado de Valores. Publicada el 09/11/1996.

RESOLUCIÓN SUPREMA N° 57-2011-EF. Designación de la Dirección de la Superintendencia del Mercado de Valores en el Perú. Publicada el 11/12/2011.

RESOLUCIÓN DEL TRIBUNAL ADMINISTRATIVO DE CONASEV N° 0042. 2002-EF/94.12.0. Publicada el 07/08/2002.

REUTERS, Estados Unidos. Reporte de Bernard Vaughan - Nueva York. Editado por Lisa Shumaker. Edición EEUU. Publicado 29/05/2013.

REVISTA de Derecho THEMIS. “La Transparencia del Mercado y el Insider Trading”. Lima. 1996. pp. 263-278.

REVISTA de Derecho THEMIS. “Razones para regular el Mercado de Valores”. Revista de derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. pág. 97.

REVISTA de Derecho CATHEDRA. “La Necesaria Evolución de la Legislación Peruana del Mercado de Valores”. Paúl Castritius Mendoza. pp. 239 – 241.

- REVISTA Jurídica IUS ET VERITAS. “Algunas ideas acerca de la Autorregulación bursátil”. José A. Delmar. 2001. pág. 58.
- REVISTA Jurídica IUS ET VERITAS. “Introducción al Mercado de Capitales”. Rafael Reselló De La Puente. 2000. pp. 59-62.
- REVISTA Jurídica Normas Legales: <http://www.normaslegales.com/servicios-juridicos.htm>.
- REVISTA Jurídica OPINION JURIS. “Estudiando la Transparencia en el Mercado de Valores”. Universidad Nacional de Cajamarca. Año II. Número 3. Agosto 2005. Cajamarca-Perú. pp 19-20.
- REVISTA Nº 6 EL ECONOMISTA. “La Transparencia en el Mercado de Valores: *Una prioridad ineludible*”. Abg. Homero Absalón Salazar Chávez. Universidad Nacional de Cajamarca. Cenarius Editores S.R.L. Cajamarca. Año 3 - 2011 pp 06-07.
- REVISTA Nº 9 EL ECONOMISTA. “La Bolsa de Valores y su rol en el mundo” Abg. Homero Absalón Salazar Chávez. Universidad Nacional de Cajamarca. Cenarius Editores S.R.L. Cajamarca. Año 5 - 2013 pp 18-19.
- RESELLÓ DE LA PUENTE, Rafael. “Introducción al Mercado de Capitales”. Revista Jurídica Ius et veritas. 2000. pp. 59-62.
- ROSSI, G. “La Escalata del Mercato. La borsa e i valori mobiliari”. Bologna. 1986. pág. 19.
- SALAZAR CHÁVEZ, Homero Absalón. “Estudiando la Transparencia en el Mercado de Valores”. Revista Opinion Juris. Universidad Nacional de Cajamarca. Año II. Número 3. Agosto 2005. Cajamarca-Perú. pp 19-20.

- SALAZAR CHÁVEZ, Homero Absalón. “La Transparencia en el Mercado de Valores: *Una prioridad ineludible*”. Revista N° 6 El Economista. Año 3 - 2011 pp 06-07.
- SALAZAR CHÁVEZ, Homero Absalón. “La Bolsa de Valores y su rol en el Mundo”. Revista N° 9 El Economista. Año 5 - 2013 pp 18-19.
- SECADA Pablo. Economista principal del IPE. Semana económica. Semana comenta. Publicación realizada el 09/07/2010, <http://semanaeconomica.com/articulos>.
- SEMANA ECONÓMICA, Semana comenta. Publicación realizada el 09/07/2010, <http://semanaeconomica.com/articulos>.
- SENTENCIA del Tribunal Supremo de España. Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo. Resolución 2513/2009. Ponente Manuel Campos Sánchez-Bordona, Publicado el 06/03/2013.
- SUPERINTENDENCIA de VALORES de PERÚ. Publicación realizada el 23/12/1980. www.smv.gob.pe.
- SUPERINTENDENCIA del MERCADO DE VALORES y SEGUROS de CHILE. DL N°3.538. Creada el 23/12/1980.
- SCHOTLAND, Roy A. “Unsafe at any Price: A reply to Marne Insiders Trading and the stock market”. In the Virginia Law Review 1967. Vol. 53.
- SCOGNAMIGLIO, Renato. “Del Contratti in Generale”. En materia de enseñanza. Pontificia Universidad Católica del Perú (Contrato parte General). Año 2009. pp. 187-200.
- TABOADA CORDOVA, Lizardo. “Elementos de la Responsabilidad Civil” 2da Edición. Lima. Editorial Jurídica Grijley. 2003.
- TOLA, José Antonio. “Insider Trading and the Dual Role or Information” In The Yale Law Journal. 1997. pág. 78.

- TORRES VEGA, José Luis. “Emisión de Obligaciones en el Régimen Legal del Perú”. Editorial Cultural Cusco. Segunda edición 2002. pp. 18-21.
- TORRERO MAÑAS, Alberto. “Política Financiera de las Empresas y Mercado de Capitales”. En Curso de Bolsa I. Año 2010. pág. 21.
- THE WALL STREET JOURNAL Spanish. “El mayor escándalo de Uso de Información Privilegiada en décadas”. October 19, 2009. <http://www.WSL.com>
- TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. “La Responsabilidad Extracontractual” (Arts. 1969-1988) Fondo Editorial Pontificia Universidad Católica del Perú. 2001. Séptima Edición Tomo I, Para Leer El Código Civil Volumen IV. 2001.
- UGARTE MARGGIOLO, Manuel, “La Transparencia del Mercado y el Insider Trading”, en la Revista Themis N° 35. Universidad Católica del Perú. pp. 264 y ss.
- URQUIZO OLAECHEA, José. Trabajo expuesto en el Colegio de Abogados de la Libertad – Trujillo. 26 de Marzo de 1998.
- VIDAL RAMIREZ, Fernando. “La Bolsa de Valores”. Cultural Cuzco Editores. Lima. Edición 1993. pág. 435.
- VIDAL RAMIREZ, Fernando. “La Bolsa de Valores”. Cultural Cuzco Editores. Lima. Edición 1996. pág. 529.
- VIDAL RAMIREZ, Fernando. “La Bolsa de Valores, un Equipo de Derecho Bursátil”. Cultural Cuzco Editores. Lima. 1998. pág. 233.
- ZUNZUNEGUI, Fernando. “Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil”. Editorial Colex 2001, Nalvalcarnero. Madrid. Año 2001. Pág. 01 – 542.