

MERCADOS DE VALORES - TESIS Y DISSERTACIONES ACADÉMICAS
DE MERCADOS DE VALORES - ECUADOR.

Tesis
KHK
3840
044
2008

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Pregrado

EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA:

Regulación y Sanción en el Mercado de Valores Ecuatoriano

87949

Felipe Oleas Sandoval

Biblioteca
U.S.F.Q.

Tesina de grado presentada como requisito
para la obtención del título de Abogado.

Quito

5 de Mayo 2008

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Jurisprudencia

HOJA DE APROBACIÓN DE TESIS

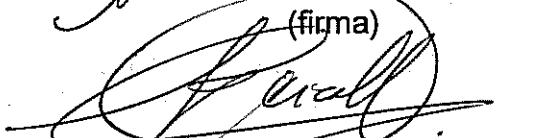
"EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA: REGULACIÓN Y SANCIÓN EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO"

FELIPE XAVIER OLEAS SANDOVAL

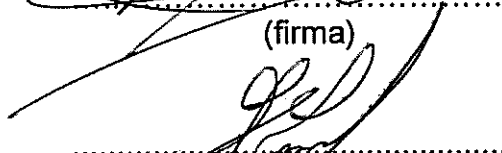
Dra. Elena Barriga
Presidente del Tribunal


.....
(firma)

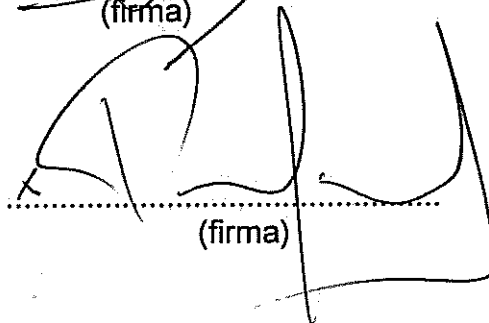
Dr. Reinaldo Calvachi
Delegado del Decano


.....
(firma)

Dr. Gilberto Gutierrez
Director del ensayo Jurídico


.....
(firma)

Dr. Fabián Corral
Decano del Colegio de Jurisprudencia


.....
(firma)

Quito, Mayo 19, 2008

Acta de Grado

En la Universidad San Francisco de Quito, Colegio de Jurisprudencia, tuvo lugar la Defensa Oral del Ensayo Jurídico intitulado "EL USO INDEBIDO DE INFORMACION PRIVILEGIADA: REGULACION Y SANCION EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO", presentado por el estudiante, señor Felipe Xavier Oleas Sandoval, previo a la obtención del título de Abogado.

Para tal efecto, el Colegio de Jurisprudencia de la Universidad San Francisco de Quito, conformó el Tribunal de Grado, con los siguientes profesores:

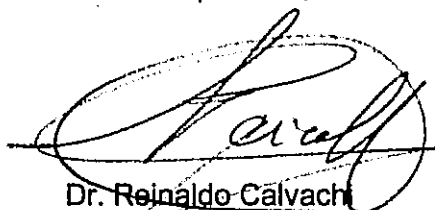
Señora Doctora Elena Barriga, Presidente del Tribunal e Informante del Ensayo Jurídico;
Señor Doctor Reinaldo Calvachi, Delegado del Decano e Informante del Ensayo Jurídico;
Señor Doctor Gilberto Gutierrez, Director del Ensayo Jurídico.

El Tribunal, después de haber examinado al estudiante por espacio de una hora, le asignó a la Defensa Oral la calificación de 89/100, la que promediada con la obtenida en el trabajo escrito de 91.66/100, da la nota final de Grado de 90.33/100, equivalente a "B" la que se promediará con las notas obtenidas durante la carrera.

Para constancia firman el presente instrumento, en el Campus de Cumbayá de la Universidad San Francisco de Quito, Distrito Metropolitano, el día de hoy 19 de mayo del año 2008.



Dra. Elena Barriga
Presidente del Tribunal



Dr. Reinaldo Calvachi
Delegado del Decano



Dr. Gilberto Gutierrez
Director del Ensayo Jurídico



Sr. Felipe Xavier Oleas Sandoval

© Derechos de autor
Felipe Oleas Sandoval
Mayo de 2008

Dedico la presente tesis a mis padres y hermanos que estuvieron a mi lado durante todos estos años de mi carrera apoyándome en todo y haciendo que todo sea más fácil para mí, y que son partícipes de haber podido llegar al final de la meta.

Agradezco en primer lugar a Dios y a mis padres por darme la oportunidad de estudiar.

A mis profesores a lo largo de la carrera, quienes mediante sus conocimientos y consejos impartidos, han hecho que mi elección de la profesión de Abogado haya sido la correcta.

Y a todos mis amigos y compañeros que hicieron que la experiencia universitaria haya sido la más satisfactoria e inolvidable en mi vida.

RESUMEN

La regulación de la figura del *insider trading* o el uso indebido de información privilegiada aparece en los años treinta en los Estados Unidos a partir del *Securities Exchange Act* de 1934 y de la Regla 10(b)5 del *Securities and Exchange Commission*, para regular y sancionar el uso de información privilegiada no pública en la negociación de valores.

El *insider trading* afecta de manera directa a los principios de transparencia, confianza y equidad del mercado, en consideración de que se realizan negociaciones en base de información privilegiada, es decir, que contiene hechos materiales capaces de influir en la cotización de los valores, que no ha sido hecha pública.

La figura se encuentra regulada en el Artículo 27 Ley de Mercado de Valores, pero presentan una serie de vacíos legales, sobre todo en los elementos a ser tomados en cuenta para determinar una infracción en relación al uso indebido de información privilegiada, y la determinación de sanciones a los responsables, lo que se constituye como un grave vacío legal en la regulación de prácticas ilegales en nuestro Mercado de Valores.

Es por esta razón que el presente trabajo realiza un estudio de la figura del *insider trading* partiendo de los principios del mercado de valores, el desarrollo de la figura a partir de la jurisprudencia de la Corte Suprema de los Estados Unidos, las definiciones otorgadas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO y el derecho comparado, para analizar por último el alcance de la norma en nuestro sistema tendiente a proponer reformas en la legislación actual que permitan que la norma garantice los intereses del mercado y del público inversionista.

ABSTRACT

The regulation of insider trading appears in the thirties in the United States from the Securities Exchange Act of 1934 and of the Rule 10(b)5 of the Securities and Exchange Commission, to regulate and to sanction the use of not public information to the market by insiders in the negotiation of values.

The insider trading affects in a direct way to principles of transparency, confidence and equity of the market, in consideration that negotiations in base of privileged information are carried out, that is to say, that contains material information that is capable of influence in the quotation of the values, that has not been done public.

Insider Trading is regulated by the Article 27 of the Stock Market Law, but presents a series of legal deffects, mostly about the elements to be taken into account to determine an infraction relating to the undue use of privileged information, and the decision of sanctions to the insiders, what is constituted like a serious legal problem in the regulation of illegal practices in our Stock Market.

It is for this reason that the present work carries out a study of the figure of the insider trading starting from the principles of the stock market, the development of the figure from the jurisprudence of the Supreme Court of the United States, the definitions offered by the International Organization of Commissions of Values and the foreing jurisdictions, to analyze finally the reach of the norm toward proposing reforms in the current legislation that permit that the regulation of insider trading guarantee the interests of the market.

TABLA DE CONTENIDOS

Introducción	8
1. Capítulo I: Nociones Generales del Mercado de Valores.	13
1.1. El sistema financiero	13
1.2. El Mercado de Financiero	15
1.3. El Mercado Monetario	16
1.4. El Mercado de Valores	18
1.5. Los Valores	19
1.6. Mercados primarios y secundarios	22
1.7. Funciones del Mercado de Valores	24
1.8. Las Bolsas de Valores	27
1.9. El mercado perfecto y eficiente	31
1.10. Principios Generales del Derecho de Mercado de Valores	35
2. Capítulo II: origen y desarrollo de la figura del <i>insider trading</i> o uso indebido de información privilegiada en base a la sección 10 del Securities Exchange Act de 1934 y la regla 10(b)5. Análisis de jurisprudencia de la Corte Suprema de los Estados Unidos	39
2.1. Origen de la Figura	39
2.2. Definiciones de <i>Insider Trading</i> a partir de la Sección 10(b) y de la Regla 10(b)5.	45
2.3. Cady, Roberts & Co.	46
2.4. Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Suphur.	54
2.5. Chiarella v. United States	63

3. Capítulo III: El uso indebido de información privilegiada definiciones doctrinales y del derecho comparado.	69
3.1. Definiciones doctrinales	69
3.2. Definiciones Legislativas	73
3.2.1. Síntesis de las Regulaciones de Insider Trading en base al Reporte realizado por el Comité de Mercados Emergentes de la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO	75
3.2.2. Definiciones Básicas	76
3.2.3. Información Privilegiada Interna	77
3.2.4. El <i>Insider</i>	79
3.2.5. Actividades Prohibidas	81
3.2.6. Excepciones	82
3.3. Chile	85
3.3.1. Caso Piñera	89
3.4. Análisis Comparativo del Sistema Probatorio	99
4. Capítulo IV: Regulación del uso de información privilegiada en el mercado de valores ecuatoriano.	
Situación actual.	106
4.1. Objetivo y ámbito de aplicación de Ley de Mercado de Valores.	106
4.2. La información en el Mercado de Valores	107
4.3. La información privilegiada	113
4.4. Sanciones y Responsabilidades	117
4.5. El papel de la Bolsa de Valores respecto al uso de información privilegiada	125
4.6. Caso Patiño	129
4.7. Propuesta Normativa	130

4.8. Propuesta de una nueva definición de información privilegiada	134
4.9. El tipo penal	136
4.10. El proceso y la valoración de la Prueba	140
4.11. Órganos de Supervisión y Control	145
Conclusiones	148
Bibliografía	153

INTRODUCCIÓN

La figura del *insider trading* o el uso indebido de información privilegiada nace en los Estados Unidos a partir del *Securities Act* de 1933, normativa que nació como respuesta a la Gran Depresión de 1929 a la cual se le atribuyeron una serie de conductas engañosas y fraudulentas por parte de los directores, administradores y accionistas de las mayores corporaciones de ese país, por esta razón el Congreso decidió promulgar esta normativa, la cual se complementaría con el *Securities and Exchange Act* de 1934, las dos normativas se configuran como una normativa del mercado de valores, regulando sus principales elementos y además sancionando todo tipo de conducta engañosa o fraudulenta con el objetivo de proteger al mercado y al público inversionista.

En el *Securities and Exchange Act* de 1934 es donde se sientan las bases para la regulación del *insider trading*, regulación que se complementaría con la Regla 10(b)5 de la Securities and Exchange Commission el ente regulador de valores en los Estados Unidos. El contenido de estas leyes está creado para prevenir y prohibir el uso de cualquier mecanismo o medio para incurrir en prácticas engañosas o fraudulentas que afecten al mercado, y es mediante las mismas que las Cortes de los Estados Unidos han ido desarrollando la figura a lo largo de los años. Por esta razón es de vital importancia los aportes de la Corte Suprema de los Estados Unidos, ya que en sus diferente

sentencias ha sentado los precedentes y los elementos a ser considerados al hablar de *insider trading*.

La importancia de la normativa y jurisprudencia estadounidense en esta materia es determinante, porque a partir de la misma se empezaron a dar una serie de respuestas normativas en la materia por países con mercados de valores desarrollados como el Reino Unido, Francia, Alemania, las mismas que encontraron su inspiración y bases en la regulación de valores norteamericana, influencia que se puede notar en cada legislación.

En la actualidad de acuerdo con las cifras manejadas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO, más de 100 países han regulado al *insider trading* en sus legislaciones de valores, y la recomendación del mismo organismo es que todos sus miembros lleguen a tener una normativa uniforme que contenga los principios del mercado de valores, entre esos la regulación del *insider trading*.

Las razones para regular esta figura están relacionadas con los principios básicos del mercado de valores, en el cual se garantiza un mercado libre, transparente, igualitario y competitivo, en donde se puedan encontrar la oferta y la demanda de valores para que el precio de los mismos refleje un precio justo. Y es aquí donde las prácticas fraudulentas, engañosas o abusivas juegan un papel negativo en el mercado, porque mediante las mismas se afecta a la transparencia, competitividad y libertad dentro del mercado, en razón de que existen participantes en el mercado que entran a negociar en el mercado en condiciones desiguales obtenidas por medios ilícitos.

El *insider trading* es una de las prácticas que mediante el engaño, el uso de medios fraudulentos destinados a obtener información no pública, o por cualquier medio o artificio prohibido por la ley, es decir, que mediante la posesión de información privilegiada no pública capaz de influir en el precio de los valores se negocia en las diferentes bolsas de valores del mundo, afectando de manera directa al mercado y a la confianza del público inversionista.

La desigualdad en el mercado de valores es natural al mismo, ya que en este concurren una variedad de participantes dentro de los cuales su nivel de experiencia, conocimiento y manejo de la información, varía respecto de la aptitud natural de los analistas de mercado, del conocimiento de los mismos acerca del mercado y los hechos

relevantes que pueden afectar los valores, o simplemente la capacidad de cada inversor de poder contratar y costear a los mejores analistas dentro del mercado, lo que puede llegar a ser determinante al momento de tomar una decisión de invertir o no en un valor determinado. Inclusive se puede hablar de la importancia que cada participante le da a sus inversiones en el mercado, ya que dependiendo de cada persona decidirá si quiere mantenerse informado periódicamente y mantener un desempeño muy activo en el mercado.

Esto es determinante al hablar de igualdad en el mercado, porque lo que prohíbe, sanciona y tratan de evitar a toda costa las legislaciones que regulan la figura del *insider trading*, es que la desigualdad en el acceso a la información privilegiada del público inversor, esté marcada por una conducta ilegal que en definitiva afectará al mercado en general, anulando la libertad y competitividad del mercado de valores.

En nuestro país existe un mercado de valores, el cual se encuentra regulado por la Ley de Mercado de Valores de 1998, su reglamento y las resoluciones del Consejo Nacional de Valores. Tenemos además las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, lugar donde los diferentes participantes se encuentran para negociar los valores registrados, las cuales se manejan por sus reglamentos internos, derivados de la capacidad de autorregulación que les otorga la ley. La normativa del mercado de valores se basa en los principios generales del mercado de valores, varios de los cuales se encuentran enunciados y protegidos en la ley.

La figura del uso de información privilegiada se encuentra regulada mediante el artículo 27 de la Ley de Mercado de Valores en el Título VI, en el cual se encuentran las normas generales del manejo de la información en el mercado de valores.

La problemática surge a partir del artículo 27, porque una figura que cuenta con un gran desarrollo en el derecho comparado, en el cual se trata de establecer un panorama claro y exacto acerca de lo que puede ser considerado como *insider trading*, y del establecimiento de prohibiciones y sanciones acerca de la práctica de este delito, en el que encontramos además amplias atribuciones a los órganos de control con el fin de que puedan investigar e intervenir en el mercado al momento que se produzca una mínima alerta. En nuestra ley se encuentra regulado en un artículo único dentro de la ley, el cual trata de regular a la figura en todos sus elementos.

Pero, como es posible incluir todos los elementos de una conducta de tal trascendencia y afectación en el mercado de valores. En el artículo 27 se establece la definición de información privilegiada, quienes deben guardar el deber de no divulgar la información considerada privilegiada, la prohibición de no negociar en base a la misma, la obligación de no recomendar para beneficio propio o de terceros la misma, y una referencia acerca de responsabilidad civil y penal de acuerdo a lo establecido en la ley.

Lo único que se puede obtener de una regulación tan pobre, son vacíos legales, ya que el nivel de tecnicismo utilizado por el derecho comparado es muy alto, es necesario establecer de manera muy clara en nuestra legislación quienes son los posibles *insiders*, determinar en que situaciones específicas se encuentran prohibidos de negociar o divulgar la información, además establecer la responsabilidad de los *types* que son las personas que se han enterado de la información privilegiada, los mecanismos de investigación por parte de los órganos reguladores, y por último un claro establecimiento de sanciones civiles y administrativas, así como establecer el tipo penal y su sanción en la ley.

Las consecuencias de los vacíos legales encontrados en la ley son muy peligrosos para el mercado y el público inversionista, porque no se garantizan los intereses de los mismos mediante la regulación que otorga el artículo 27, porque no obstante de que se prohíbe el uso indebido de información privilegiada, la regulación no garantiza que los potenciales *insiders* se abstengan de incurrir en la infracción porque es una regulación simplemente enunciativa que no establece sanciones reales que puedan ser aplicables de manera directa, así como en la misma ley no se otorga las competencias suficientes a los órganos de control para investigar y sancionar a los infractores.

Lo único que se puede hacer en caso de que por denuncia se descubriera este tipo de infracción, es seguir juicios basados en la violación general de normas de la Ley de Mercado de Valores, causas que podrían ser rechazadas por los jueces civiles y penales, quedando únicamente la vía de sanciones administrativas aplicables por la Superintendencia de Compañías y el Consejo Nacional de Valores.

Es por esta razón que en el presente estudio se realizará un análisis profundo de la figura del *insider trading*, en el que se partirá analizando los principios generales del mercado de valores para poder tener una idea clara de la afectación que se produce al mercado por medio este tipo de prácticas. A continuación en base al análisis de tres casos de la jurisprudencia emitida por la Corte Suprema de los Estados Unidos considerados como un pilar dentro del desarrollo de la figura del *insider trading*, se estudiarán los principales elementos de la figura, su alcance y límites. En el tercer capítulo se analizarán las diferentes definiciones que se han encontrado en la doctrina y la legislación comparada, haciendo especial énfasis en la regulación chilena por su gran desarrollo y la cercanía a nuestra realidad por ser un país de la región, además se analizará como la Superintendencia de Valores y Seguros sancionó a Sebastián Piñera presidente de LAN en un caso muy sonado en Chile.

En el capítulo cuarto se analizará la regulación del uso indebido de información privilegiada en nuestro país, para poder tener una idea clara de los defectos de la regulación como se mencionó anteriormente, el alcance de la norma, y el régimen punitivo aplicable a este caso.

Por último, en base a los evidentes vacíos legales y deficiencias del sistema que se obtendrán fruto del análisis de la normativa actual, emitiremos un propuesta normativa tendiente a dar una aproximación a una correcta regulación del uso indebido de información privilegiada en nuestra Ley de Mercado de Valores, en la que se encontrarán los principales conceptos, definiciones, aclaraciones y excepciones de la figura que permitirán partir de una idea clara para su debida interpretación y juzgamiento. Dentro la misma propuesta se tratará además de solucionar la problemática de la tipicidad del uso indebido de información privilegiada y establecer una sanción de acorde a las penas establecidas, en concordancia a lo establecido en la misma ley.

CAPÍTULO I

NOCIONES GENERALES DEL MERCADO DE VALORES

1.1. El sistema financiero

De acuerdo con la definición de CACHÓN BLANCO, “el sistema financiero es el conjunto de instituciones, mercados, activos, y técnicas a través de los cuales se potencia el ahorro, se canaliza el ahorro hacia la inversión y se consigue un equilibrio entre ambas magnitudes”¹

Por otro lado el Informe de la Comisión para el Estudio de Mercado de Valores de 1978 indica que “el sistema financiero cumple la función de encauzar medios de financiación hacia las unidades de gasto que, deseando ejercer decisiones de demanda en cuantía superior a sus propios recursos, han de acudir a fuentes externas de suministro de fondos”.²

¹ J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, t.I, Dykinson, Madrid, 1992, p. 13

² COMISIÓN NACIONAL MERCADO DE VALORES, *Informe 1978*, disponible en: www.cnmv.es, consultado: 27 de febrero del 2008.

Por lo que, se podría resumir que el sistema financiero es aquel que se encuentra formado por una serie de instituciones tendientes a la financiación de las unidades deficitarias, para canalizarlos hacia la inversión mediante la obtención de fuentes externas de suministro de fondos, las cuales son principalmente el ahorro proveniente de las unidades superavitarias.

De esta manera podemos encontrar la importancia del sistema financiero en la economía de cualquier Estado moderno, ya que al potenciar el ahorro de parte de los particulares y las empresas, y canalizarlo hacia la inversión que será realizada por los operadores necesitados de esta financiación, se logra un equilibrio económico caracterizado por la fluidez de los capitales y el desarrollo de la economía.

Los principales países industrializados a lo largo de la historia se han encargado primero de desarrollar sus mercados de valores, antes que el bancario, por la simple razón de que estos se crearon para las inversiones a largo plazo, que son las que permiten la inversión y otorgan liquidez a las economías.

Dentro del sistema financiero encontramos los siguientes elementos³:

- Instituciones financieras o entidades que participan en la actividad y en la consecución de los objetivos indicados.
- Mercados financieros, que son el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro e inversión así como los mecanismos que permiten la canalización del ahorro hacia la inversión.
- Activos financieros, son aquellos productos a través de los cuales las instituciones financieras reciben ahorro de las unidades superavitarias o bien aquellas se lo ofrecen a las personas o entidades que solicitan ahorro para financiar inversiones o gastos. Por ejemplo: los certificados de depósito a término, que es un título de negociación libre con el cual una persona natural o jurídica, podrá depositar un monto de dinero, para retirarlo después de un determinado tiempo, obteniendo como beneficio un rendimiento a su inversión. Los plazos son variables y dependen de lo que quiera o necesite el ahorrista, los más comunes son los que van de los 30 a los 360 días, y que claramente concuerdan con el principio del corto plazo en el mercado crediticio. Las

³ J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p.14

instituciones financieras que los emiten son principalmente los bancos, cooperativas de ahorro y crédito, y las financieras. “La tasa de rendimiento por su depósito está determinada por el monto, el plazo, la corporación responsable y las condiciones existentes en el mercado al momento de su constitución. Son nominativos, es decir, que su valor es el que aparece en el documento, y no se pueden librar antes de su vencimiento.”⁴

1.2. Mercado Financiero

El mercado financiero es la base del resto de mercados que forman el gran conjunto conocido como sistema financiero, del que se desprenden el mercado monetario, crediticio y de valores, cada uno de ellos con sus propios elementos, características y particularidades que se ajustan de acuerdo a las necesidades de las diferentes personas que interactúan en cada uno de ellos.

Para MARIANA MONTALVO “se entiende por mercados financieros, al conjunto de instituciones y canales de interrelación entre la oferta y demanda de fondos, y los mecanismos que posibilitan estas operaciones.”⁵

El papel del mercado financiero es el de actuar como intermediario encargado de enlazar las decisiones ahorro hacia las decisiones de gasto o inversión, configurando de esta manera la transferencia de dinero o la oferta de ahorro desde los particulares, las empresas y las organizaciones a las que les excede el dinero, que son las unidades superavitarias que se han venido mencionando, hacia las unidades deficitarias, que se configuran como los demandantes de dinero, que son el Estado, entes públicos, empresas o particulares.

La oferta y la demanda son las fuerzas que obran dentro del mercado financiero, siendo este el lugar donde encuentran un equilibrio entre ellas, de ahí radica la importancia histórica que le ha dado la economía para que las dos fuerzas del mercado interactúen de manera libre sin mayores influencias externas.

⁴ F. FRANCO CUARTAS, Tipos de Activos Financieros, disponible en: <http://www.gacetafinanciera.com/Tipos%20de%20Activos%20Financieros.doc>, consultado: 2 de mayo de 2008.

⁵ M. MONTALVO, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*, t.1, Ecuador, 1998, p.22

La principal diferencia que se encuentra en los diferentes tipos de mercado es el plazo en el que se manejan los fondos, es así como los mercados financieros pueden ser monetarios o de valores, siendo el mercado monetario el que maneja el corto plazo y el mercado de valores el mediano y largo plazo. A continuación describiremos a cada uno de ellos.

1.3. Mercado Monetario

El mercado monetario es aquél que se caracteriza por trabajar primordialmente con fondos de corto plazo y bajo riesgo⁶. Este mercado se encuentra integrado y manejado por las instituciones bancarias y sociedades financieras, las cuales son los que ofrecen instrumentos de inversión hasta por uno o dos años plazo, como por ejemplo en el caso de los certificados de inversión y de los depósitos a plazo fijo.

Los recursos obtenidos mediante este tipo de papeles sirven para financiar operaciones de pequeño alcance a las empresas y a las unidades deficitarias, que obtienen el financiamiento por medio tan comunes en nuestro medio como lo son los préstamos.

El mercado monetario se ha constituido como símbolo de la intermediación financiera, que se ha visto reflejada en la capacidad que tienen los bancos e instituciones afines, para dirigir los recursos desde los tenedores del ahorro hacia los demandantes de estos⁷.

La ecuación de remuneración en los mercados monetarios es muy sencilla, a menor margen de intermediación se obtienen tasas activas de interés más razonables, y por el contrario a mayor margen de intermediación se encarecen los costos de los que recursos que reciben los recurrentes de crédito. De esta manera, "el mediador recibe una remuneración que es el margen de intermediación, cuya amplitud depende de la

⁶ Cfr. *Ibíd*em

⁷ M. MONTALVO, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*, t.1, Ecuador, 1998, p.24

eficiencia y eficacia con que trabaje la institución financiera que presta el servicio de mediador”⁸

De esta manera podemos determinar que el mercado monetario se caracteriza por operaciones de corto plazo en la que las unidades superavitarias depositan su excedente de dinero, el cual obtiene una remuneración que depende más de la eficiencia y eficacia de la entidad bancaria en la mayoría de mercados, pero que en muchas ocasiones se basan en los intereses que el mismo mercado determina. Pero que a la final por su bajo riesgo que se encuentra derivado de operaciones catalogadas como seguras, se obtiene una ganancia baja. Y la manera que se canaliza el ahorro hacia las unidades deficitarias que necesitan de esos recursos para invertir, también llega a ser sencilla, en el sentido que se accede a esos recursos por medio de préstamos, los cuales cobran una tasa de interés y su otorgamiento queda a discreción de la entidad.

Todas estas operaciones dentro del mercado monetario se ven canalizadas mediante el mercado crediticio, que cuenta con otra característica muy propia del mismo como lo es la posición privilegiada que mantienen los bancos y financieras respecto de las unidades deficitarias.

Podemos determinar además que en el mercado crediticio “es posible lograr fondos para el consumo y otros que comúnmente no pueden obtenerse en el mercado de valores. Los intermediarios financieros perciben un margen o beneficio por otorgar créditos”⁹

En el mercado crediticio quien asume el riesgo existente entre la unidad superavitaria y la deficitaria son las instituciones financieras, porque en los fondos cambian de manos a cambio de entregar un título de renta fija como lo es una póliza de acumulación. De esta manera el interés del ahorrista, de la persona que tiene el excedente de recursos, es separado por el interés de la unidad deficitaria, quien es el demandante de capital, y es ese el negocio de las entidades bancarias y financieras que obtienen un interés mucho mayor al prestar dinero que no es suyo, del que obtiene el ahorrista por sus depósitos. Lo que no sucede en el mercado de valores, en el que la relación tiene una naturaleza diferente como lo podremos ver a continuación.

⁸ *Ibidem*

⁹ M. MONTALVO, *op. cit.*, p.27

1.4. El Mercado de Valores

Respecto del mercado de valores, podemos encontrar dos definiciones, la que lo define en sentido amplio y otra la definición en sentido estricto al mercado de valores.

El mercado de valores en sentido amplio, incluye las relaciones de crédito y financiación entre una unidad deficitaria y un número elevado de ahorradores, a través de valores negociables de carácter homogéneo y fungible, como lo son acciones, obligaciones, pagarés a la orden, etc. Cabe destacar que en este caso si bien se habla de la existencia de relaciones de crédito entre una unidad deficitaria y los ahorristas, la intermediación es diferente ya que no es un banco o financiera la que otorga el crédito a cambio de un papel, sino que se trata de emisiones de obligaciones negociables en el mercado de valores, en el que se tiene la libertad de negociar los títulos de valor, reduciendo la intermediación en gran manera y consecuentemente los costos de operación, lo que aumenta los márgenes de ganancia y rentabilidad.

De esta manera encontramos al mercado de valores en sentido estricto, que tiene por objeto la emisión y negociación de valores negociables de financiación a mediano y largo plazo, así como aquellos otros valores negociables que atribuyen derechos de participación en el capital social de una entidad o derechos de suscripción, y de adquisición y venta de valores anteriores u otros instrumentos financieros basados en los mismos¹⁰.

El mercado de valores en sentido estricto, “se denomina también mercado de capitales, porque los fondos que se canalizan se documentan en títulos-valores, apelándose al ahorro público, al de los particulares y al de las empresas en general”¹¹. A los que se les ofrece rentabilidad por canalizar sus dineros hacia inversiones productivas y no para consumo.

Para NOVOA y NOVOA MUÑOZ, “el mercado de capitales está formado por los arriendos de dinero comúnmente llamados préstamos o créditos, y también por los

¹⁰ Cfr. J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p.15

¹¹ M. MONTALVO, op. cit., p.30

aportes de fondos mediante la compra de acciones en sociedades anónimas o la participación en empresas que van a utilizar esos recursos en algún fin productivo”¹²

Por lo que en el primer caso, los préstamos o créditos, los deudores pagan un interés periódico por el uso de los fondos y deben devolver el dinero después del plazo estipulado en el contrato. Quienes aportan los fondos reciben un interés como retribución y retiran sus recursos una vez terminado el plazo del contrato. La relación entre oferente y demandante de recursos, en este caso, esta generalmente intermediada por las instituciones financieras.

Mientras que en el segundo caso, los aportes de capital, la unidad superavitaria compra una parte de la propiedad de la sociedad o empresa, cosa que se puede lograr a través de numerosos mecanismos, como los son principalmente las bolsas de valores entre otros, quedando sujetos a todos los riesgos que ello implica.

MONTALVO manifiesta que “a diferencia de los mercados crediticios, las negociaciones en los de valores, se efectúan de forma abierta al público, sin que el prestamista, el inversionista o la unidad superavitaria, se encuentre en posición de desventaja”¹³ Lo cual no hace más que confirmar una de las diferencias más importantes entre los dos mercados en la que se obtiene mayor rentabilidad como consecuencia de menor intermediación.

La negociación abierta al público, es la que promueve la creación de títulos negociables, los cuales sustituyen a las formas tradicionales de ahorro y crédito, siendo las que permiten el impulso del mercado de capitales.

En consecuencia se podría definir al mercado de capitales como aquél mercado financiero que tiene por objeto la financiación a medio y largo plazo, tanto a través de activos crediticios directos, como a través de valores mobiliarios a medio y largo plazo y de valores negociables con derechos de participación social.

¹² R. NOVOA Y G. NOVOA MUÑOZ, *Derecho del Mercado de Capitales*, 2da Edición, Editorial Jurídica Chile, Santiago, 1997, p.22

¹³ M. MONTALVO, op. cit., p.30

1.5. Los valores

ANDRADE UBIDIA respecto de los títulos de valor manifiesta que:

“la verdadera riqueza ya no es la tierra ni los enormes rebaños, ni las fábricas o las grandes bodegas de mercancías, sino que son papeles que representan el poder económico y social; son papeles que requieren en un Estado moderno de su muy preferente atención y de un sistema jurídico minucioso, completo y equilibrado, que colocándolos en su verdadera dimensión, les convierta en elementos de progreso y justicia”¹⁴

De esta manera podemos tener una idea de la importancia de los valores en la economía mundial, que no viene de años atrás sino que ha tenido un gran desarrollo a lo largo de la historia, y se han convertido en elementos de progreso como lo sostiene el tratadista citado anteriormente, y como se manifestó al hablar de los países industrializados.

Para NOVOA MUÑOZ, “se entiende por valores todos aquellos instrumentos financieros que pueden ser transados en el mercado de capitales”¹⁵. Los cuales pueden ser agrupados en tres categorías:

- **Instrumentos representativos de propiedad.**- las acciones son títulos de propiedad sobre una fracción determinada del capital de una empresa. A través de la emisión de acciones las empresas pueden reunir importantes cantidades de recursos para ser invertidos, quedando la propiedad repartida en un gran número de personas. Las acciones pueden cambiar de dueño en el mercado sin variar necesariamente la administración de la empresa.

¹⁴ S. ANDRADE UBIDIA, *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano*, Fondo Editorial del Colegio de Jurisprudencia de la Universidad San Francisco de Quito, Quito, 2002, p.9

¹⁵ R. NOVOA Y G. NOVOA MUÑOZ, *Derecho del Mercado de Capitales*, p.23

- **Instrumentos representativos de deuda.**- Los bonos son títulos de crédito a un plazo determinado emitidos por un gobierno o una empresa que son colocados en el mercado.
- **Instrumentos derivados.**- Son aquellos que representan obligaciones o alternativas de compra o venta futura. Los más conocidos son los llamados futuros, que representan compromisos o alternativas de transar en el futuro, a precios preestablecidos en un contrato. Su finalidad es protegerse de los riesgos de las fluctuaciones de los precios o instrumentos financieros.

Para la Ley de Mercado de Valores de nuestro país, según la definición del artículo 2 de la misma, define el concepto de valor como:

Art. 2.- Concepto de valor.- Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

Cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.¹⁶

A simple vista la definición contenida en la anterior cita, se puede notar que es bastante general y enunciativa, ya que únicamente describe lo que la ley considera como valor, realizando una única precisión al mencionar que cualquier limitación no establecida por Ley, no surtirá efecto jurídico y se la tendrá por no escrita. Además es importante recalcar que no hace diferencia alguna entre valores públicos y privados.

“Las características de los valores son importantes para el inversionista en su estudio de los riesgos y factores de inversión”¹⁷. Por lo que al tratarse de la Ley de Mercado de Valores se debería dar una definición un poco más exacta de lo que

¹⁶ Ley de Mercado de Valores, Artículo 2

¹⁷ J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p. 17

constituye cada uno de los valores, ya que cada uno contará con distintos niveles de riesgos y factores de inversión.”

1.6. Mercados Primarios y Secundarios

En los puntos anteriores del presente análisis se ha venido refiriendo en reiteradas ocasiones a los mercados primarios y secundarios, por lo que consideramos necesario explicar estos conceptos desde un punto de vista descriptivo y económico.

Los mercados primarios o también llamados mercados de emisiones, son aquéllos mercados a través de los cuales el Estado, las empresas y demás entidades o personas con necesidades de financiación solicitan, de forma directa o indirecta, ahorro público mediante la emisión de valores negociables. Este tipo de mercados aportan financiación a una unidad deficitaria.

Dentro del mercado de valores los mercados primarios son la parte en donde se transan las nuevas emisiones de valores. “A esta plaza acuden las empresas para la obtención de recursos frescos para financiar proyectos de expansión, ampliaciones de planta, constituciones de capital y/o nuevas actividades productivas”¹⁸ Este es un mecanismo muy eficiente para la obtención de capital por parte de las empresas, pero poco explotado en nuestro país, debido a que en este ambiente se transan valores de capital deuda y de capital riesgo, lo que permite en el primer caso obtener capital ajeno mediante la emisión de obligaciones.

Mientras que son mercados secundarios aquellos mercados en los cuales se negocian y transmiten activos financieros previamente emitidos. En estos mercados no se ofrece de manera directa financiación, lo que ofrecen es liquidez, permitiendo hacer líquidas inversiones financieras, por lo que se constituyen como un complemento necesario para la existencia y desarrollo del mercado primario. Es decir, que se negocian valores previamente emitidos y colocados en el mercado por lo que se no son negociados por primera vez.

¹⁸ M. MONTALVO, op. cit., p.32

La importancia del mercado secundario es de gran trascendencia dentro de la panorámica de capitales porque según MONTALVO “es una plaza de realización, a la que recurren los tenedores de títulos con el objetivo de obtener liquidez mediante su venta. Sin la existencia del mercado secundario, difícilmente se suscribirían emisiones (primarias) de títulos financieros, que pudieran tener la opción de liquidarse (de hacerse efectivos) en un momento dado.

Además debido a la posibilidad de aumentar la liquidez permiten el aumento de las opciones para los inversionistas, lo que les permitirá lograr una mayor diversificación de sus carteras.

En conclusión, podemos determinar de que la existencia del mercado secundario es la razón de que exista el mercado primario, debido a que no todas las empresas, inversionistas o público inversionista en general, van a esperar una emisión de obligaciones nueva cada vez para obtener liquidez, porque la razón de obtener liquidez derivada de un título valor se deriva de la capacidad de negociar el mismo en el mercado secundario. Lo que acarrearía que las emisiones en un momento determinado no se den, porque no tendrían donde ser negociadas, lo que afectaría categóricamente al mercado, ya que afectaría a la naturaleza misma de la emisión de obligaciones dentro del mercado de valores.

Nuestra Ley de Mercado de Valores define al mercado primario y secundario en el artículo 29 de la misma, en cual los define como:

ART. 29.- Del alcance.- Mercado primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.

Mercado secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores.

Tanto en el mercado primario como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores, de conformidad con las normas previstas en esta Ley y las resoluciones que expida el C.N.V.

No obstante lo señalado en el inciso anterior, los inversionistas institucionales podrán actuar directamente en el mercado primario de renta fija, en operaciones que no impliquen intermediación de valores.¹⁹

¹⁹ Ley de Mercado de Valores, Artículo 29

La diferencia que da nuestra legislación entre mercado primario y secundario, es bastante elemental, ya que radica en la colocación del valor de renta fija o variable, si fue realizada por primera vez es parte del mercado primario, mientras que si las negociaciones fueron realizadas posteriormente a la primera colocación ya forman parte del mercado secundario; pero que en esencia es la misma que la otorgada por la doctrina.

1.7. Funciones del Mercado de Valores y Bolsas de Valores

Los mercados de valores cumplen una serie de funciones, algunas que le son propias y otras comunes a la totalidad de mercados financieros:

- a) Canalizan el ahorro hacia la inversión, permitiendo la relación directa e indirecta entre las unidades superavitarias y unidades deficitarias.
- b) Permiten una transformación de plazos de ahorro e inversión.
- c) Los mercados de valores facilitan la liquidez de los activos negociados, permitiendo continuas inversiones y desinversiones, lo que a su vez es fundamental respecto de nuevas emisiones o colocaciones de activos.
- d) Contribuyen a la fijación de los precios de emisión de los nuevos activos, así como de los precios de negociación en el mercado secundario.
- e) Permiten alcanzar un alto nivel de eficiencia económica respecto del ahorro y la inversión, garantizando un equilibrio cuantitativo entre ambas magnitudes, así como el mayor grado posible de cobertura de las respectivas necesidades de ahorro e inversión a través de activos idóneos en cuanto a cuantía y plazo.
- f) Y en particular, respecto de las acciones, permiten valorar éstas y en consecuencia, ofrecen una valoración objetiva de la sociedad, estableciendo un elemento de la gestión empresarial y permitiendo comparaciones entre sociedades.

Una vez que se ha detallado las principales funciones de los mercados de valores en la actualidad, es preciso señalar las distintas notas que caracterizan a los mercados y Bolsas de valores, para de esta manera poder tener un panorama más claro

de éstas dos figuras de gran trascendencia dentro de los sistemas económicos modernos, estas son²⁰:

- a) Existencia de un órgano de control, encargado de la supervisión del mercado, intermediarios y operaciones, como la *Securities Exchange Comisión* (SEC) de Estados Unidos, o la *Comisión des Operations de Bourse* en Francia, que asumen un papel primordial dentro del mercado, como se demostrará posteriormente dentro de este estudio.

A nivel de América Latina nos encontramos los dos ejemplos más importantes de órganos de control del mercado de valores, al hablar de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS) o de la Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNV).

En nuestro país nos encontramos con el Consejo Nacional de Valores que es el órgano encargado de emitir las políticas dentro del mercado de valores mediante las resoluciones emitidas por el mismo, el cual se encuentra adscrito a la Superintendencia de Compañías, como lo establece el artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores; mientras que la ejecución de la política general del mercado de valores, está a cargo de las Intendencias de Valores de Quito y Guayaquil, podríamos citar como ejemplo la competencia que le otorga el CNV a las Intendencias para conocer y sancionar en primera instancia las infracciones administrativas definidas en la LMV, disposición contenida en el artículo 2 del capítulo I de las disposiciones generales de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

- b) Apertura a una pluralidad de inversionistas, ahorradores pequeños y medianos, a un amplio mercado de oportunidades, permitiendo la democratización de la tendencia de los capitales empresariales y además de los ahorrantes en el desarrollo económico del país²¹. El mercado de valores moderno, no constituye ya una pieza independiente del mercado financiero, sino enlazada con el mercado crediticio, con una tendencia

²⁰ Cfr. J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p.18.

²¹ M. MONTALVO, op. cit., p.74

- hacia la presencia en ambos de las mismas instituciones financieras como intermediarios, como es el caso de la multi banca.
- c) Crecimiento de los recursos financieros canalizados a través de los mercados de valores e incremento del volumen total de negociación.
 - d) Internacionalización de los mercados, en el sentido de ampliación de las inversiones extranjeras y de las inversiones exteriores.
 - e) Tendencia hacia la desaparición de las bases físicas de los mercados y la sustitución por mecanismos de negociación informatizada sin sede física específica.
 - f) Ampliación continua de los productos negociables: de los valores tradicionales (acciones, derechos de suscripción, obligaciones, deuda pública, etc.) se pasa a nuevos valores de variada naturaleza (obligaciones convertibles, acciones sin voto, certificados de inversión, warrants, opciones, futuros, etc.)
 - g) Ampliación de técnicas de gestión y análisis, ya que las bolsas de valores tienen la capacidad de medir el pulso económico de un país, "al actuar como termómetro de todo el acontecer económico, político y social nacional e inclusive internacional"²²
 - h) Superación de los mercados regionales, formación de mercados de ámbito nacional y tendencia hacia la formación de mercados de ámbito supranacional. Esto se da mediante el ingreso a los mercados mundiales de valores, que es posible mediante la interconexión e integración de bolsas a nivel internacional, ampliando las oportunidades de las fuentes de financiamiento.
 - i) Permiten la asimilación paulatina de las teorías económicas de eficiencia de los mercados, basadas en el grado de difusión de información existente en dicho mercado, con lo que se atribuye a la necesidad de una amplia información y de su difusión igualitaria de importancia relevante dentro del esquema del mercado de valores.

²² *Ibíd.*, p. 75

- j) Incremento de la importancia relativa en los mercados de valores de los inversores institucionales en detrimento de la inversión directa por parte de inversores particulares.

1.8. Las Bolsas de Valores

Una definición de bolsa de valores podría ser: "Las Bolsas de valores son instituciones encargadas de proveer de espacios físicos y organizados, con adecuadas comodidades de comunicaciones y transparencia, para permitir la compra-venta de títulos financieros. Es la feria especializada y técnicamente dotada, para la comercialización de valores negociables"²³

Las Bolsas de Valores son mercados de comercio en donde se intercambian títulos valores e instrumentos financieros de variada índole. Es en las Bolsas de valores donde se confrontan ofertas y demandas, permitiendo la concentración de activos comerciales y la fijación de los precios, tendiendo a que sea de la manera más exacta.²⁴

En el Ecuador la Bolsa de Valores, tiene su origen en el año de 1935 cuando se funda la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A., desde entonces ha experimentado varios períodos de decadencia, y de reactivación. Pero es en los años sesenta, cuando el país experimentó cierta mejoría y estabilidad en su economía, cuando se promulga la Ley 111 en febrero de 1969, por medio de la cual se otorgaba la facultad de establecer bolsas de valores en calidad de compañías anónimas; sin embargo, esta ley fue derogada por la Ley No. 31 de 28 de Noviembre de 1993, a la que ya se conoció como la Ley de Mercado de Valores, la cual fue reformada por última vez por la Ley 107 de junio de 1998.

El mercado de valores ha estado tradicionalmente representado por las Bolsas de Valores, es así que el artículo 44 define a las bolsas de valores de la siguiente manera:

²³ M. MONTALVO, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*, op. cit., p.42.

²⁴ Cf. J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p.19

Art. 44.- Del objeto y naturaleza.- Bolsas de valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por el C.N.V.

Los beneficios económicos que produjeran las bolsas de valores deberán ser reinvertidos en el cumplimiento de su objeto.²⁵

Una vez más podemos encontrar un artículo muy pobre que define la que es quizás la institución más importante dentro del mercado de valores, ya que es allí donde se realizan la mayor parte de transacciones bursátiles, se encuentran los inversores, se realizan ofertas, adquisiciones, etc. Por lo que no se puede definir a la Bolsa de Valores como la sociedad civil sin fines de lucro que tiene por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos necesarios para la negociación de valores.

De acuerdo con CACHÓN BLANCO, "las bolsas de valores son aquella parte de los mercados de valores que tienen por objeto la negociación preferente de valores de financiación pública y privada a medio y largo plazo así como valores de participación en el capital social bajo el principio de fijación de precios representativos de la oferta y demanda existentes."²⁶ Mientras que para MONTALVO las bolsas de valores "son mercados de comercio en donde se intercambian títulos valores e instrumentos financieros de variada índole. Es el lugar donde se confrontan ofertas y demandas, que permite una gran concentración de actividades comerciales y la fijación de los precios de la manera probablemente más exacta"²⁷

A través de dichas negociaciones, las Bolsas de Valores constituyen o permiten cauces adicionales de financiación de las empresas y entidades públicas a través del mercado primario o de emisiones de nuevos valores, aunque es necesario señalar que en diferentes legislaciones se separa el mercado primario del secundario, como es el caso de Ley de Mercado de Valores española o la de nuestro país.

De acuerdo a la doctrina las Bolsas de Valores cumplen las siguientes funciones:

²⁵ Ley de Mercado de Valores, Artículo 44

²⁶ J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p. 20

²⁷ M. MONTALVO, op. cit., p.70

- Participan de las funciones genéricas de los mercados de valores, mencionadas anteriormente.
- Son mercados que contribuyen a la financiación empresarial y a la financiación pública.
- Son mercados que ofrecen diversas alternativas de colocación de ahorro a los sujetos, ampliando tales posibilidades de colocación y de obtención de rentabilidad, adaptándose a la necesidad de cada ahorrador.
- Permiten la conexión con los mercados monetarios y con los mercados crediticios a través de las repercusiones directas e indirectas de los tipos de interés.
- Permiten realizar y ofrecer valoraciones de empresa, así como efectuar comparaciones entre diversas empresas y entre diversos sectores.
- Permiten formar índices que se constituyen como instrumentos objetivos de las empresas, como indicadores más o menos aceptables de la economía nacional, y sirven además para la creación de activos financieros adicionales, como las opciones sobre índices y los futuros sobre índices, de especial relevancia en cuanto a la gestión de carteras y riesgos.

Además de las funciones señaladas anteriormente, MONTALVO manifiesta que son tres funciones en las que se puede resumir las tareas de las Bolsas de Valores²⁸:

- Proporcionar un espacio físico con instalaciones eficientes y con sistemas de seguridad, que faciliten las negociaciones de manera clara, amplia y ágil;
- Proporcionar información abierta y confiable sobre: los valores que se negocian, los emisores, los intermediarios, los tipos de operaciones, las cotizaciones, los precios, los montos ofertados, la demanda, etc.; y,
- Proporcionar el servicio de depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.

Al describir las funciones de las Bolsas de Valores, la intención es la de diferenciar con las obligaciones que establece nuestra Ley de Mercado de Valores a las

²⁸ Cfr. M. Montalvo, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*, op. cit., p.71

mismas, las cuales están contenidas en el artículo 48, ya que es de esa manera como nuestra legislación determina las funciones de las Bolsas de Valores, y son las siguientes:

Art. 48.- De las obligaciones de las bolsas de valores.- Las bolsas de valores tendrán las siguientes obligaciones:

1. Fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente;
2. Establecer las instalaciones, mecanismos y sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente, integrado y equitativo, que permitan la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones en forma rápida y ordenada;
3. Mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ellas, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados y suministrarla a la Superintendencia de Compañías y al público en general;
4. Brindar el servicio de compensación y liquidación de valores;
5. Expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros, operadores de valores, emisores y valores inscritos; y,
6. Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo y cumplimiento de su función en el mercado de valores, de acuerdo a normas previamente autorizadas por el C.N.V.²⁹

En este caso consideramos que las funciones que la doctrina atribuye a las Bolsas de Valores se encuentran contenidas en algunos casos de manera expresa en las obligaciones que establece nuestra normativa, o de manera implícita en otros casos, razón por la cual el artículo 48 de la Ley de Mercado de Valores se encuentra bien estructurado, ya que además señala las obligaciones de las Bolsas de Valores, que en nuestro caso son las de Quito y Guayaquil. La estructura del artículo citado es coherente con las funciones que le otorga la doctrina en el sentido de que las bolsas de valores sean la representación o el ejemplo real del mercado perfecto y eficiente, pero ya en un contenido normativo que además establece ciertas obligaciones básicas y naturales de las bolsas a nivel mundial.

En resumen el papel que desempeñan las Bolsas de valores dentro del mercado de valores es por demás importante, ya que es dentro de ellas donde se realizan casi todas las transacciones, donde concurren oferta y demanda, se forman los precios, y el lugar donde se administra la información relevante para el mercado, por lo que a lo largo de

²⁹ Ley de Mercado de Valores, Artículo 48

la historia y en la actualidad sería imposible imaginar la existencia de un mercado de valores sin la existencia de las Bolsas de Valores.

Después de haber analizado el papel y las funciones del mercado dentro del mercado de valores, se puede empezar a denotar la importancia de que las negociaciones que se realizan dentro de las mismas, estén guiadas por la transparencia, y el acceso a la información, debido a que al ser el lugar donde se encuentran las fuerzas del mercado, que son la oferta y demanda, para formar de la manera más correcta el precio de los valores, es necesario impedir que por medio de prácticas fraudulentas, abusivas o engañosas se afecte la formación de los precios.

1.9. El Mercado perfecto y eficiente

“Los mercados financieros, como cualquier otro tipo de mercados, por ejemplo de materias primas o productos manufacturados, suelen compararse con esa entelequia utopía que los economistas denominan mercado perfecto”³⁰ Siguiendo esta línea MONTALVO manifiesta que: “las bolsas de valores son el ejemplo real de la competencia perfecta debido a que cumplen las características de mercado libre, transparente y normal(...)”³¹

El mercado de valores ha constituido tradicionalmente el ejemplo más característico de un mercado perfecto y de un mercado eficiente, ya que cuando este se desarrolla dentro de las condiciones normales, llega tener las características de un mercado perfecto, ya que cumple con lo requisitos propios de éstos, las cuales son:

- a. Mercado libre, donde el precio es fruto de la negociación directa entre los operadores o sus intermediarios, razón por la cual la libertad de mercado viene determinada por la inexistencia de limitaciones para el acceso a él como comprador o vendedor, por la posibilidad de negociar activos en las cantidades deseadas y por la libre formación de los

³⁰ Actas de las II jornadas de derecho de la empresa. Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 2005

³¹ M. MONTALVO, op. cit., p.71

- precios.³² El mercado de valores debe tender a ser instituciones autorreguladas más que reguladas por los diferentes órganos de control.
- b. Mercado de competencia, es decir, con amplio número de demandantes y oferentes, de forma que no existen situaciones de monopolio u oligopolio.
 - c. Mercado transparente: existencia de una información amplia sobre los valores negociados en ese mercado, de forma que ésta quede al alcance de todos los intermediarios e inversores en condiciones de igualdad, con independencia de igual o desigual interpretación que los operadores hagan de dicha información. La transparencia además se da cuando es posible obtener la información de un modo barato y fácil para los agentes que participan en él. Un mercado transparente significa un mercado integrado, sin departamentos, estancos, no fragmentado.³³ La información tiene que ser además uniforme, por lo que la de carácter privilegiado, *insider trading* o *insider dealing*, rompe la pretendida transparencia del mercado.
 - d. Mercado profundo, es decir, tienen lugar en el mercado un número elevado de operaciones, de forma que el precio es representativo total de la oferta y demanda existente y no de la actuación individual de un operador. Esto se ve reflejado cuando existen en él órdenes de compra y venta por encima y por debajo del precio de equilibrio al que se negocia un activo en cada momento. El mejor ejemplo de mercado profundo son las Bolsas de valores.

Asimismo se determina que: “el mercado de valores es el prototipo de un mercado eficiente, porque la actuación continua de los operadores, en busca cada uno del máximo beneficio, y en un marco de acceso igualitario a la información hace el precio de un valor sea en cada momento representativo del total de información pública disponible en el mercado”.³⁴ Esto implica que cada sujeto

³² Actas de las II jornadas de derecho de la empresa. Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 2005

³³ *Ibidem*

³⁴ J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p.22

económico que opera, conoce las propuestas y posiciones de los demás, de modo que cada demandante u oferente toma su decisión en base a similar conocimiento e información, sin obtener ninguna ventaja de la misma. De esta manera es posible la formación de un precio único, lo que otorga un mercado en el que los precios reflejen total y rápidamente toda la información disponible, acerca de las compañías emisoras y del ambiente económico en el cual se desenvuelven³⁵

Es decir, que siempre que el mercado refleje toda la información disponible en el momento, si las compañías emisores cumplen con su obligación legal de hacer pública toda la información relevante para el mercado, y si se tiene de igual manera información del ambiente económico, no habría razón alguna para que no se de una correcta formación del precio de los valores. Sin embargo siempre podrán existir factores externos e inesperados en el mercado que no permitan que esto se cumpla, pero son una excepción dentro del mercado. Un ejemplo muy claro de un factor externo que se ha venido dando dentro del mercado de valores en cuanto al precio en que se cotiza los barriles de petróleo, es la situación política que vive el medio oriente, precio que normalmente está definido por la oferta y la demanda en el mercado, se puede ver afectado considerablemente por un atentado tersita en un campo de petróleo.

Para GARCÍA DE ENTERRÍA, "En sustancia, la idea de que los mercados de capitales son eficientes se condensa en la fórmula de que los precios de los valores mobiliarios incorporan toda la información relevante y disponible, tanto sobre el valor de que se trate como sobre el mercado en general"³⁶

Razón por la cual un mercado solo es eficiente en términos económicos cuando todos los operadores tienen la misma información, para que todos aquellos que van a tomar cualquier tipo de decisión tengan la misma probabilidad de acierto o desacierto, que dependerá por supuesto de su capacidad de análisis y manejo de la misma, porque esperar que todos los partícipes en el mercado obtengan los mismos resultados sería sumamente utópico, y no atendería a uno de los principios del mercado que es la competitividad.

³⁵ M. MONTALVO, op. cit., p.72

³⁶ J. GARCÍA DE ENTERRÍA, Curso de Derecho: La eficiencia del mercado, *Sobre la Eficiencia del Mercado de Capitales. Una Aproximación al <<Securities Law>> de los Estados Unidos*, p. 657.

De ahí la importancia fundamental que en los mercados de valores de la existencia de una información amplia y comprobada sobre las sociedades que cotizan y sus valores, lo cual se puede ver reflejado en las diferentes legislaciones, la cual puede variar su nivel de rigurosidad dependiendo del sistema, pero que normalmente se caracteriza por ser rigurosa en esta materia.

En un mercado eficiente, los precios se ajustarán de una forma inmediata a las nuevas informaciones que acceden al mercado, hasta alcanzar un nuevo precio de equilibrio que será el resultado de la información disponible en el momento, y así sucesivamente. “Y esta incorporación de la información a los precios de los títulos se producirá a pesar de no tener la mayoría de los inversores acceso a la misma, y aunque sea valorada de distinta forma por los operadores del mercado”.³⁷ De ahí que se realiza la afirmación de que los precios del mercado no son más que el resultado de la progresiva incorporación de nueva información, lo que quiere decir dicho de otra manera para GARCÍA DE ENTERRÍA, que siempre que no se tenga acceso a información que no sea públicamente disponible, es imposible, salvo por casualidad, identificar valores que se encuentren infra o supervalorados, pudiendo por tanto los inversores confiar plenamente en el precio de los valores como representativo de su auténtico valor, por lo que se puede resumir en la sencilla fórmula de confiar en los precios del mercado.

Por el nivel de información y su utilización se pueden distinguir tres niveles en los mercados de valores³⁸:

- Mercados de eficiencia débil aquéllos en que el precio recoge toda la información derivada de los datos históricos del mercado (precios, volúmenes de cotización), que son datos de fácil conocimiento.
- Mercados de eficiencia semi-fuerte aquéllos en que el precio recoge la información derivada de datos históricos del mercado, y además, toda la restante información sobre la sociedad que haya sido hecha pública.
- Mercados de eficiencia fuerte aquéllos en que el precio recoge la información derivada de datos históricos, la restante información pública

³⁷ J. GARCÍA DE ENTERRÍA, op. cit., p. 659.

³⁸ Cfr. J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit., p.25.

de la sociedad, y cualquier información adicional relativa a la sociedad aunque no haya sido publicada.

Es así que podemos notar claramente como la información juega un papel determinante dentro de los mercados de valores, a tal punto de ser un requisito determinante para que el mercado sea perfecto y eficiente. Pero aún más importante y relevante que darle la característica de un mercado perfecto y eficiente, es que concede la transparencia necesaria al mercado, ya que de la existencia de la amplia información de los valores negociados se desprenden las condiciones de igualdad entre intermediarios e inversores mediante las cuales se darán las negociaciones. Además de que permite que el precio sea el representativo del total de oferta y demanda existente, y no de la actuación de un solo operador, como ya se manifestó anteriormente. Por lo que la existencia, calidad y forma de administración de la información de las sociedades que cotizan en el mercado, además de darle un nivel de eficiencia al mercado, es la única garantía real de la transparencia del mercado y de las operaciones que se den dentro del mismo.

1.10. Principios generales del derecho de mercado de valores

En virtud de terminar el análisis del mercado de valores, sus elementos y funciones, es necesario realizar un análisis de los principios generales que lo regulan desde el ámbito del derecho de mercado de valores, ya que estos son la directriz mediante la cual se pretende que se maneje el mercado, los operadores, intermediarios e inversores, y de los principios que competen a la materia del presente estudio.

Es necesario señalar que el derecho del mercado de valores no ha tenido una estructuración unitaria, ya que "este derecho se ha ido desarrollando a medida que se aprobaban normas jurídicas diversas que de una u otra manera afectaban a este mercado"³⁹. Por lo que las normas nacían históricamente bajo la perspectiva de determinar el control estatal sobre las mismas, como en cualquier proceso de

³⁹ J.E. CACHÓN BLANCO, Derecho del Mercado de Valores, op. cit., p. 26

creación normativa, que se va ajustando a las necesidades del momento histórico, a la costumbre y a la sociedad.

En el derecho del mercado de valores moderno se desarrolla de igual manera la creación de normas, a medida que son aprobadas normas relativas al mercado, se van configurando junto con la primera finalidad de las mismas que sería del control e intervención, que se ha mantenido a lo largo del tiempo, pero que en la actualidad se encuentran a la par de la que se podría considerar como una segunda finalidad, la de protección al público inversor y al mercado en general, debido a que si no se protege el normal funcionamiento del mismo, esto afectará de manera directa a todos los partícipes del mismo, y a la economía de los países.

Es de esta manera como se ha ido creando el derecho de mercado de valores, y es por eso que podemos encontrar los principios contemplados en varias legislaciones, pero para motivos didácticos y de mayor comprensión dentro del presente trabajo, he considerado tomar como referencia lo contemplado en la Sección 2 de la Securities Exchange Act de 1934 de los Estados Unidos, la comienza indicando que: "Las transacciones sobre los valores que se realizan usualmente en las Bolsas de Valores y mercados extrabursátiles están afectadas por un interés público nacional que hace necesario proveer de regulación y control a tales transacciones..."⁴⁰. Estos principios son:

- a) Principio de protección al inversor: los inversores deben estar eficazmente protegidos contra las actuaciones fraudulentas de cualquier persona o entidad que actúe en el mercado. Este principio no protege al inversor frente a cualquier riesgo del mercado, pues la esencia de las operaciones del mercado de valores es la exaltación del riesgo propio de las mismas por los operadores, pero sí frente a las actuaciones fraudulentas. La Directiva CEE de 13 de noviembre de 1989 sobre las operaciones con información privilegiada reconoce expresamente: "el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores".⁴¹

⁴⁰ COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES OF THE U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES, *Securities Exchange Act 1934*, 2004

⁴¹ Directiva del Consejo de la Comunidad Económica Europea 89/592/CEE

- b) Principio acceso a toda la información de carácter público: los inversores han de disponer o tener disponibilidad de toda información sobre las sociedades cuyos valores son negociados; sobre las emisiones de valores y sobre las operaciones de carácter especial que tengan lugar en el mercado, como las ofertas públicas de adquisición o venta. La información es la base de una responsable toma de decisiones por parte del inversor, y constituye el principal apoyo de la protección jurídica del inversor. La información de igual manera es el pilar central de las teorías económicas de la eficiencia del mercado, las cuales han sido incluso recogidas por la jurisprudencia norteamericana y el derecho comparado en casos de deficiente o falsa información por parte de sociedades cotizadas. En el caso de nuestro mercado de valores la información que debe ser revelada al mercado, está determinada en la Ley de Mercado de Valores y en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.
- c) Principio de transparencia: un mercado informado es un mercado transparente, en el que situaciones los hechos del mercado de valores contribuyan a una mayor comprensión de la situación económica de las compañías emisoras, del mercado, y a una eficaz toma de decisiones, sustentadas en la oportuna y transparente información del mercado. CACHÓN BLANCO cita como ejemplo, la relación de accionistas que controlan el capital de una sociedad, o la existencia de una operación de toma de control de una sociedad cotizada.
- d) Principio de igualdad: los inversores afectados por una determinada operación o actuación en el mercado, deben ser tratados como iguales bajo la óptica de la ley, en cuanto que la misma debe garantizarles las mismas oportunidades de acceso a información de los emisores y protección respecto de prácticas ilegales, al objeto de evitar ventajas para determinados operadores frente al resto de ellos. De ahí, “la tendencia hacia la existencia de normas sancionadoras, incluso a nivel penal, del insider trading.”⁴²

⁴² J.E. Cachón Blanco, *Derecho del Mercado de Valores*, op. cit, p. 33.

- e) Principio de control del mercado: el mercado de valores debe estar controlado por una entidad a quien correspondan las facultades de supervisión, inspección y sanción; que desarrolle una actuación efectiva y continúa y a la que quedan sometidas cualquier otra persona o entidad que intervenga en el mercado de valores.
- f) Principio de comportamiento ético de los intermediarios y de las sociedades cotizadas del mercado de valores: este principio se puede extender a toda persona que opere en el mercado de valores, pero dada la habitualidad en la actuación de los intermediarios y el amplio número de relaciones que éstos generan, debe exigirse a ellos con especial énfasis que sus actuaciones estén guiadas bajo un comportamiento ético respecto del mercado y de los demás intermediarios. Este principio se lo puede encontrar en el Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Quito, en el cual se exige el comportamiento ético de los corredores u operadores de bolsa, las casas de valores y en general de toda persona que interviene en el mercado de valores, como analizaremos posteriormente.

Siguiendo la misma línea NOVOA MUÑOZ, hacen referencia a los principios ordenadores contemplados en la Ley N° 18.045 que regula el Mercado de Valores en Chile, respecto de los cuales manifiestan que “(...) existen determinados principios a lo largo de su normativa, cuya índole y alcances refuerzan la seguridad que se pretende dar al mercado, toda vez que las señales que reciba o perciba el inversionista deben estar iluminadas por la transparencia y corrección de los procedimientos y adecuada salvaguardia de los conflictos de interés.”⁴³ Por lo que continúan manifestando que basta el análisis de los principios ordenadores referidos, para darse cuenta que el sustento de muchos de ellos es la existencia y la calidad de información; así como la forma de administrarla y disponer de ella, razón por la cual uno de los principios ordenadores más importantes es la información continua y reservada.

⁴³ R. Novoa Galán y G. Novoa Muñoz, *Derecho del Mercado de Capitales*, op. Cit., p. 66.

CAPÍTULO II

ORIGEN Y DESARROLLO DE LA FIGURA DEL *INSIDER TRADING* O USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN BASE A LA SECCIÓN 10 DEL SECURITIES EXCHANGE ACT DE 1934 Y LA REGLA 10(b)5. ANÁLISIS DE JURISPRUDENCIA DE LA CORTE SUPREMA DE LOS ESTADOS UNIDOS

2.1. Origen de la figura

De acuerdo con JESÚS DE LA FUENTE RODRÍGUEZ los orígenes del *insider trading* se remontan al año de 1723, en el que “Sir John Barnard conocedor de los negocios londinenses, denunció que personajes vinculados a la Compañía de las Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas”⁴⁴, ya que como señaló en ese entonces dichos personajes incurrieron en las siguientes conductas⁴⁵:

⁴⁴ J. DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, *Delitos Financieros Teoría y Casos Prácticos*, Editorial Porrúa, México D.F., 2005, p. 352.

⁴⁵ Cfr, *Ibidem*, p. 352.

- Los accionistas que tuvieron un conocimiento previo de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, vendieron sus acciones.
- Cuando la noticia fue de conocimiento público, el valor de las acciones disminuyó en 50%.
- Quienes tuvieron acceso a esta información privilegiada y vendieron sus acciones en la Compañía evitaron un gran perjuicio patrimonial.

Después de la Gran Depresión de 1929 de los Estados Unidos producida por el *Crash* del mercado de bursátil, el Congreso de ese país promulgó la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934, con el ánimo de controlar los abusos que se creyeron que contribuyeron a la crisis. La Ley de Mercado de Valores de 1934 localiza de manera directa al insider trading en la Sección 16(b), y de manera indirecta en la Sección 10(b)⁴⁶. Según opinión compartida por MIGUEL BAJO Y SILVINA BACIGALUPO, junto con Rodríguez y González, la regulación del “insider trading” históricamente procede de la reacción normativa americana al colapso de la Bolsa de Nueva York de 1929.⁴⁷

La Sección 16(b) prohíbe las ganancias a corto plazo, es decir, las que perciben en un período menor a seis meses los *insiders* corporativos en las acciones de sus propias empresas, con excepciones en circunstancias muy limitadas por la misma ley. Esta sección de la Ley de Mercado de Valores, es aplicable únicamente a los directores o administradores de la empresa, y a aquéllos accionistas que tengan en su haber más del 10% de las acciones. Esta prohibición está diseñada para prevenir el *insider trading* por parte de este tipo de accionistas y directores que está más propensos a tener

⁴⁶ Cfr. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective*, Expuesto en el 16th International Symposium on Economic Crime Jesus College, Cambridge, England, 19 de septiembre de 1998, disponible en: <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>, consultado el 19 de enero del 2008, p.3

⁴⁷ M. BAJO Y S. BACIGALUPO, *Derecho Penal Económico*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2001. p. 515.

conocimiento de información corporativa de gran importancia⁴⁸. “La section 16(b) define taxativamente tres figuras de insiders (los administradores, los funcionarios y los accionistas con más del 10% del capital) y dispone que toda ganancia obtenida por tales personas en virtud de una adquisición o venta, o de la venta o adquisición de títulos de la sociedad de la cual son directores o accionistas con más del 10%, realizada en el término de 6 meses puede ser repetida por la sociedad emisora.”⁴⁹

Esta norma como se ha descrito anteriormente está diseñada para salvaguardar los intereses de los demás accionistas en relación de los directores o accionistas importantes, para que estos no puedan utilizar la información relevante para obtener ganancias a expensas de la misma en períodos cortos, y en un posición de ventaja injusta respecto de aquéllos accionistas que no tienen acceso a dicha información y de los accionistas minoritarios.

Cabe recalcar que esta explicación de la Sección 16(b) se la ha realizado con el objetivo de ilustrar los antecedentes de la figura del *insider trading*, ya que el análisis que compete al presente estudio es el de la Sección 10(b) y de la Regla 10(b)5, ya que en las mencionadas normas se encuentra la base legal que sanciona la infracción y/o delito de *insider trading*, respecto a negociar con información privilegiada no divulgada al público.

Es así que la Sección 10(b) de la *Securities Exchange Act de 1934* señala que:

“Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, a través del uso de cualquier medio o instrumento del comercio interestatal, o de los correos, o de cualquier bolsa nacional de valores.

(b) Usar o emplear, en conexión con la compra o venta de cualquier valor registrado en una bolsa nacional de valores o de cualquier valor no así registrado, cualquier sistema o estratagema manipulativo o engañoso en contravención con las reglas y regulaciones que la Comisión [SEC]

⁴⁸ Cfr., U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective*, Expuesto en el 16th International Symposium on Economic Crime Jesus College, Cambridge, England, op.cit., p.3

⁴⁹MARÍA PÍA MOFFAT, *Insider Trading*, disponible en: <http://www.espaciosjuridicos.com.ar/datos/AREAS%20TEMATICAS/ECONOMICO/INSIDERTRADING.htm>, consultado: el 10 de enero de 2008, p.5.

pueda prescribir como necesarias o apropiadas para el interés público o para la protección de los inversionistas”⁵⁰

Para implementar la Sección 10(b) la *Securities and Exchange Commission* adoptó la Regla 10(b)5 la cual establece que:

“Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, a través del uso de cualquier medio o instrumento del comercio interestatal, o de los correos, o de cualquier bolsa nacional de valores.

- (1) emplear cualquier medio, esquema, o estratagema para defraudar.
- (2) hacer una declaración falsa de un hecho material u omitir un hecho material necesario para hacer que las declaraciones hechas no sean engañosas, en vista de las circunstancias en las que fueron hechas, o
- (3) dedicarse a cualquier acto, práctica o tipo de negocio que conduzca o conduciría a un fraude o engaño de cualquier persona en conexión con la compra o venta de cualquier valor”⁵¹

Estas provisiones o reglas anti fraude son muy amplias, y hacen ilegal el comprometerse en fraude en conexión con la compra o venta de valores. Es así como no hablan expresamente de la figura de *insider trading*, pero es aquí donde gracias a la tradición del derecho anglosajón, los jueces han ejercido su autoridad para crear derecho, lo que ha liderado los más importantes desarrollos en materia de leyes de *insider trading* en los Estados Unidos.

GARCÍA DE ENTERRÍA sostiene al respecto que: “... esta regla, que la SEC promulgó con una finalidad muy limitada, ha sido aplicada en una multitud de situaciones y se ha convertido sin duda en la principal norma de represión de

⁵⁰ Sección 10 del Securities Exchange Act de 1934, Traducción encontrada en: *Compilación de Derecho Comparado de Empresa*, realizada por la Profesora M. Sava. B. Thomas.

⁵¹ Regla 10(b)5, Traducción encontrada en: *Compilación de Derecho Comparado de Empresa*, realizada por la Profesora M. Sava. B. Thomas.

operaciones y prácticas incorrectas en el mercado de valores. De hecho, se ha afirmado de ella que es difícil pensar en otro ejemplo en el entero *corpus iuris* en que la interacción del legislativo, del poder normativo administrativo y de los procesos judiciales hayan producido tanto partiendo de tan poco”⁵² Respecto a la expresión de represión utilizada en esta cita al hacer referencia a la Regla 10(b)5, debemos aclarar que la intención del Congreso de los Estados Unidos no era la de lograr la represión de una práctica que atenta contra el mercado, sino la controlar las operaciones y prácticas incorrectas dentro del mercado de valores, y en el caso de existir la infracción se ha sancionado en cada caso al infractor.

“La amplitud de las reglas anti fraude dejan demasiado campo a la interpretación y la flexibilidad de encontrar nuevas combinaciones. Es así como los imperativos morales han conducido el desarrollo de las leyes de *insider trading en los Estados Unidos*. Y el desarrollo de esta ley no ha progresado con precisión lógica como el alcance de las reglas anti fraude para cubrir el *insider trading* se ha expandido y contraído durante el tiempo.”⁵³

Como queda claramente expuesto por la misma *Securities and Exchange Commission*, del texto de las reglas anti fraude se puede concluir que su alcance es muy extenso, por lo que el peligro de que se pueda expandir o contraer ha dependido de las decisiones de las diferentes Cortes y sobre todo de la Corte Suprema de los Estados Unidos, como se podrá apreciar cuando se configuran los elementos de la figura que han sido analizados en los casos que han llegado a esa instancia. Situación muy diferente es la que encontramos en la normativa basada en el sistema romano-continental, ya que de igual manera como se analizará son normas mucho más precisas las cuales manifiestan de manera expresa que constituye o no *insider trading* (es una excepción el caso de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador), pero no con un desarrollo jurisprudencial tan avanzado ni detallado como el de los Estados Unidos.

“El núcleo de las investigaciones sobre el Insider trading se ha profundizado en la doctrina y praxis judicial de los Estados Unidos. Esta prolífica labor ha sido muchas

⁵² J. GARCÍA DE ENTERRÍA, op. cit., p.664

⁵³ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Speech by SEC Staff: Insider Trading—A U.S. Perspective*, Expuesto en el 16th International Symposium on Economic Crime Jesus College, Cambridge, England, op.cit., p.4

veces coadyuvada por la activa labor del organismo estatal encargado de la ejecución y contralor de la Securities Exchange Act (1934), o sea la Securities Exchange Commission (SEC).”⁵⁴

Si bien es cierto que la Securities Exchange Commission ha liderado históricamente las investigaciones a posibles *insiders*, realizado las acusaciones formales ante los tribunales de los Estados Unidos, y establecido los cargos en contra de los autores, la aplicación de la regla 10(b)5, no es de exclusividad de dicha Comisión, ya que a partir de 1946, los tribunales reconocieron el derecho de particulares a interponer acciones de responsabilidad civil contra las compañías por violación de dicha norma, sancionándose el *implied right of action* por el Tribunal Supremo en un caso de 1971.⁵⁵

“Pero el problema que surgió a partir de este reconocimiento de este derecho a los particulares para dirigirse contra las sociedades por la violación de la Regla 10(b)5, es el de configurar las condiciones a que debía someterse el ejercicio de la acción, el cual fue resuelto por los tribunales acudiendo a los principios tradicionales proporcionados por el *common law* en materia de responsabilidad civil, y que en sustancia se articulan en torno de tres conceptos: *materiality, causation y reliance*”⁵⁶ Estos conceptos serán analizados a profundidad en el siguiente acápite.

Al estar la Sección 10(b) contenida en la Securities Exchange Act de 1934 y la Regla 10(b) 5 de 1942 los primeros intentos legislativos para regular la figura del *insider trading* a nivel mundial, posteriormente y una vez superada la crisis post Segunda Guerra Mundial, se empezaron a dar los primeros intentos de crear leyes tendientes a regular dicha figura sobre todo en Europa. “Existen diversas respuestas por parte del derecho comparado, como las ordenanzas francesa y británica, o la fórmula de autodisciplina alemana, hasta la Directiva CEE 89/592 de 18 de noviembre de la Comunidad Europea, que determina directamente la regulación española.”⁵⁷ En la actualidad la tendencia en Europa es la de crear directivas a nivel comunitario a ser aplicadas en las diferentes legislaciones de los estados miembro de la comunidad, las cuales están caracterizadas por reforzar la figura para tratar de evitar este tipo de

⁵⁴ MARIA PIA MOFFAT, *Insider Trading, op.cit.*, p.5

⁵⁵ Cfr. JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *op. cit.*, p.664

⁵⁶ *Ibidem*, p. 665.

⁵⁷ M. BAJO Y S. BACIGALUPO, *Derecho Penal Económico, op.cit.*, p.515

prácticas que dañan tanto la confianza de los inversionistas así como al mercado en general.

2.2. Definiciones de *Insider Trading* a partir de la Sección 10(b) y de la Regla 10(b)5

En la actualidad se pueden encontrar un sin número de definiciones de *insider trading* o de uso indebido de información privilegiada, las cuales han sido desarrolladas por la doctrina y la jurisprudencia, pero en su mayoría con las bases otorgadas por las Cortes y Jueces de los Estados Unidos, los cuales mediante las diferentes sentencias en base a la interpretación la Sección 10(b) y de la Regla 10(b)5, han ido desarrollando una serie de conceptos, definiciones y teorías bajo las que se ha ido desarrollando en la ley la figura del *insider trading*. La trascendencia de las mismas ha marcado no solo a nivel de los Estados Unidos la regulación de la figura sino que ha sido este desarrollo jurisprudencial, el que ha influenciado en las diferentes legislaciones del derecho comparado como lo mencionamos anteriormente al citar las diferentes respuestas normativas al referirme a la afirmación de BAJO y BACIGALUPO.

Es por esto que es de gran importancia para el presente estudio presentar los aportes que han traen consigo las jurisprudencias elaboradas por los miembros de la Corte Suprema de los Estados Unidos, contenidas en los casos considerados emblemáticos, los cuales se han configurado como precedentes obligatorios para cualquier caso o investigación de *insider trading*, esto como consecuencia de que las normas y reglas anti fraude se caracterizan por tener un alcance muy extenso, que ha encontrado cierta limitación y mejor comprensión de la figura a partir de los mencionados aportes jurisprudenciales. A continuación realizaremos una síntesis de los mismos y de sus elementos más importantes.

2.3. Cady, Roberts & Co.

El caso de Cady, Roberts & Co., es considerado uno de los más relevantes dentro de la jurisprudencia referente al *insider trading*, este caso llegó a la Corte Suprema de los Estados Unidos en el año de 1961, y por sus características el Presidente de la Corte Suprema Cary lo calificó de la siguiente manera en el encabezado de la sentencia: “Este es un caso por ser visto por primera vez por la corte de vital importancia en nuestra administración de los actos Federales de instrumentos financieros”⁵⁸ Y en realidad en el siguiente análisis se podrán ver elementos de vital importancia, que han sido el principal precedente en los casos que se resolvieron con posterioridad.

A continuación resumiremos los hechos bajo los cuales se dio el caso, para de esta manera tratar de tener una visión general de la problemática que el mismo representó para las cortes y de la figura del *insider trading* en general.

En este caso se vieron involucrados la firma de agentes Cady, Roberts & Co. (en adelante se denominará como Roberts, siguiendo la línea de la Corte Suprema), la cual se encontraba registrada en la normativa del *Securities Exchange Act* de 1934, Robert M. Gintel, que era el agente vendedor y socio de la firma y J. Cheever Cowdin, quien era miembro del directorio de la Compañía Curtis-Wright, y que además era un representante registrado de Roberts.

Los procesos fueron iniciados por la SEC para determinar si los implicados Roberts y Gintel violaron de manera intencional las disposiciones anti fraude contenidas en la Sección 10(b) del Acta de Intercambio de Instrumentos Financieros de 1934 (*Securities Exchange Act* de 1934), la Regla 10(b)5 y la Sección 17(a) del Acto de Instrumentos Financieros (*Securities Act* de 1933), y si era el caso determinar si era apropiado o no acudir a algún tipo de acción disciplinaria para velar por los intereses del público.

El 23 de noviembre de 1959 Curtiss-Wright Corporation invitó a representantes de la prensa, militares y de las comunidades financiera y de negocios a la inauguración pública de un motor con un nuevo sistema de combustión interna. Al día siguiente se

⁵⁸ United States of America Supreme Court, *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), en S. THOMAS(compiladora), *Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores*, s/e., p.1

publicaron varios anuncios en la prensa relativos al nuevo motor desarrollado por dicha corporación. Ese día la actividad en Bolsa de Curtiss-Wright fue una de las más activas en *Wall Street*, cerrando el precio de la acción en $35 \frac{1}{4}$ lo que reportaba un alza de $3 \frac{1}{4}$ respecto del precio anterior al anuncio, y con un volumen de 88700 acciones transadas solo en ese día. Gintel había comprado un aproximado de 11000 acciones del 6 al 23 de noviembre, para cuentas discrecionales de clientes de Roberts; una vez que se dio el alza del precio a partir del 24 de noviembre empezó a vender acciones de Curtiss-Wright para las cuentas discrecionales, vendiendo un total de 2400 acciones en la Bolsa. Esta actividad continuo al día siguiente cuando el precio de la acción subió a un nuevo máximo en el año llegando a cotizarse en $40 \frac{3}{4}$, y solo desde la apertura del mercado hasta las 11 de la mañana, Gintel ya había vendido 4300 acciones.

El 25 de noviembre en reunión de directorio de Curtis-Wright, en la que estaba incluido Cowdín, quien a su vez era un representante registrado de Roberts, dentro del orden del día se iba a decidir acerca de la declaración del dividendo trimestral. Hasta ese día habían pagado un dividendo de \$0,625 por acción para cada uno de los trimestres de 1959, pero en la reunión a pesar de la oposición de Hurley quien se desempeñaba como Presidente del Directorio, se aprobó un dividendo de \$0,375 para el último trimestre del año. El directorio aproximadamente a las 11:00 AM, autorizó la transmisión por telegrama de información sobre esa decisión a Wall Street, para lo cual el secretario dejó de manera inmediata la sala de reuniones para que se realice el comunicado. Debido a problemas de digitación aunque el comunicado fue transmitido a la Western Union a las 11:12 AM, no fue enviado a la Bolsa sino hasta las 12:29 PM, y ya sea por error o inadvertencia el Wall Street Journal no recibió la noticia hasta las 11:45 AM, y el anuncio no apareció en la pantalla del Dow Jones hasta las 11:48 AM.

Sin duda este comunicado representaba una mala noticia para los tenedores de acciones de Curtiss-Wright, ya que se había decidido disminuir el dividendo pagado por acción en un considerable porcentaje, lo que representaba un detrimento al valor y rentabilidad de las acciones, razón por la cual era un hecho por demás relevante, y el cual se lo quiso hacer público de manera inmediata, pero que no llegó a los medios autorizados sino con retrasos por problemas técnicos.

En medio de un receso de la reunión, una vez que ya se había tomado la decisión de directorio, Cowdin llamó a la oficina de Roberts, para dejar un mensaje a Gintel mediante el cual le anunciaba que el dividendo había sido rebajado. Al recibir esta información Gintel ingresó dos ordenes de venta para ser ejecutadas en la Bolsa, la una era para vender 2000 acciones para 10 cuentas y la otra para vender 5000 acciones para 11 cuentas, de la cuales 400 de las 5000 fueron vendidas a nombre de tres clientes de Cowdin. Estas órdenes fueron ejecutadas entre las 11:15 y 11:18 AM a un precio de $40 \frac{1}{4}$ y $40 \frac{3}{8}$ respectivamente.

Una vez que el anuncio del dividendo apareció en la pantalla del Dow Jones a las 11:48 AM, la Bolsa fue obligada a suspender las transacciones de Curtiss Wright, debido al enorme número de órdenes de venta. Las transacciones fueron reanudadas a las 1:59 PM, a un precio de $36 \frac{1}{2}$, cerrando en $34 \frac{7}{8}$.⁵⁹

El análisis realizado por la Corte Suprema, empieza analizando el tan citado alcance de la en la Sección 10(b) del Acta de Intercambio de Instrumentos Financieros de 1934 (*Securities Exchange Act* de 1934), la Regla 10(b)5 y la Sección 17(a) del Acto de Instrumentos Financieros (*Securities Act* de 1933), debido a su amplitud como se mencionó en los orígenes de la figura del *insider trading*.

Por lo que Cary empieza su análisis manifestando que: "... que la compra y venta de instrumentos financieros es un campo que requiere de forma especial de regulaciones para proteger a los inversionistas. Con este fin, uno de los principales propósitos de los actos de instrumentos financieros es la prevención del fraude, manipulación o engaño relacionados con las transacciones de instrumentos financieros"⁶⁰

Es por eso que considera dichos instrumentos como provisiones reparadoras generales que apuntan a buscar actividades engañosas, sin importar que estas sean estas o no precisas y técnicamente suficientes para sustentar una acción por fraude y engaño. Además considera que dichos instrumentos se han configurado como un nuevo cuerpo Federal de ley de empresas el cual busca tener un nuevo y mayor alcance.

⁵⁹ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), op.cit.,p.2

⁶⁰ Ibidem, p.3

CARY citando el precedente de *Speed vs. Transamerica Corp* manifiesta que: “Estas disposiciones anti fraude no pretenden ser especificaciones de actos o prácticas particulares que constituyen fraude, sino que están diseñadas para incluir la infinita variedad de métodos por los cuales se puede tomar ventaja inapropiada de inversionistas y otros.”⁶¹

Esta explicación del alcance de la disposiciones anti fraude es por demás relevante, ya que se demuestra de una manera muy explícita, la diferencia entre el sistema anglosajón y el romano continental, ya que como se manifiesta en el citado precedente las disposiciones contenidas en las leyes anti fraude no están diseñadas para condenar una práctica particular, sino la generalidad de un sin fin de métodos que puedan afectar a los inversionistas, cuando en nuestro sistema la conducta debe estar tipificada y debe contener una sanción para que se pueda condenar a alguien por un delito como el fraude, y lo que se considera una norma para evitar el fraude y prácticas engañosas en perjuicio de los accionistas, en nuestro sistema podría ser considerada como una interpretación extensiva de la ley, lo cual es considerado como una práctica condenada e injusta por parte de cortes y jueces.

En este caso la Corte Suprema decidió que la Sección 17 y la Regla 10(b) 5 se aplican a transacciones de instrumentos realizadas por “cualquier persona”, por lo que representaciones fraudulentas caen dentro de su ámbito sin importar quien sea su expositor o autor, ya que el alcance tradicional de las disposiciones era impuesta únicamente a los *insiders* (internos), quienes particularmente eran los ejecutivos, directores o accionistas mayoritarios de las empresas, quienes tienen la obligación positiva de revelar la información material.⁶²

Respecto a la obligación de revelación de información material, CARY manifiesta que tanto la Corte Suprema como las diferentes cortes han sostenido que los *insiders* deben revelar los hechos materiales que son conocidos por ellos en virtud de su posición, pero que no son conocidos por personas con quienes ellos tratan, y que en caso de que fuesen conocidos por ellos, afectarían su posición respecto de sus

⁶¹ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT , *Speed v. Transamerica Corp.*, 3 Cir., 1956, 235 F.2d 369., op.cit, p.4

⁶² Cfr. UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), op.cit,p.4

inversiones. Por lo que no revelar información en estas circunstancias constituye una violación a las disposiciones anti fraude.⁶³ Concluyendo que por otro lado que si el revelar información antes de formalizar una compra o venta fuera impropio o poco realista de acuerdo a las circunstancias, la alternativa más viable sería cancelar la transacción.

La Corte por unanimidad considera que los elementos contenidos en las conductas de Gintel, consideran que violó de manera intencional las Secciones 17(a) y 10(b) y la Regla 10(b) 5, ya de manera clara y obvia Gintel realizó las transacciones en base a información otorgada por Cowdin, quien en ese momento al ser miembro del directorio se configuró como *insider* ya que conoció información material en virtud de su posición y se la transmitió a Gintel para que realice transacciones en beneficio de ellos, sin que la información haya sido publicada aun. Es por eso que la corte considera que existe una violación similar por parte de Roberts, ya que las acciones de Gintel, al ser miembro de esa firma agente, en el curso de su trabajo se pueden entender como acciones de Roberts mismo, en virtud del precedente del caso H.F. Schroeder & Co.

Respecto al hecho material en este caso, la Corte manifiesta que era obvio que una reducción en el dividendo trimestral decidida por el directorio se configuraba como un hecho material del cual se podía esperar un impacto negativo en el precio de de mercado de la acción de la empresa, y que la rapidez con la que actuó Gintel al recibir la información no hace más que confirmar que él mismo reconoció esa situación.

Al continuar con el análisis de las clases de personas sobre las cuales recae la obligación de revelar la información material o abstenerse de transar, la Corte recalca que no se limita la obligación únicamente a los ejecutivos, directores o accionistas, considerados tradicionalmente como insiders, ya que lo importante para determinar la obligación son los elementos principales en virtud de los cuales descansa la obligación lo cuales son⁶⁴:

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ Cfr. UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), op.cit.,p.5

- La existencia de una relación que da acceso, en forma directa o indirecta, a información que se entiende estar disponible sólo con un propósito corporativo y no para el beneficio personal de nadie⁶⁵.
- La injusticia inherente que implica cuando una parte toma ventaja de dicha información, sabiendo que no está disponible para quienes con los que está transando.

Lo que busca la Corte al considerar estos elementos dentro de la amplia redacción de las disposiciones anti fraude, es no estar limitados por distinciones finas y clasificaciones rígidas. Por lo que la labor de la Corte es identificar a aquellas personas que se encuentran en relación especial con una compañía y al tanto de sus asuntos internos, y que por lo tanto tienen responsabilidades correlativas al transar instrumentos financieros emitidos por ésta.

Por lo que la relación que Cowdin tenía con la compañía de la cual era miembro del directorio, claramente le prohibía vender instrumentos afectados por la información no revelada. Y como consecuencia lógica la prohibición se extiende a Gintel, como socio de Roberts, y de igual manera se extiende no solo sobre su propia cuenta sino sobre la venta por parte de cuentas discrecionales y sobre el solicitar y ejecutar otras órdenes.

Los demandados presentaron dentro del juicio el argumento de que la responsabilidad de un interno está limitada a los actuales accionistas y que no tiene especiales responsabilidades cuando la venta de instrumentos se hace a no accionistas.

Este argumento no fue aceptado por la Corte, ya que además de ser una perspectiva muy limitada, se ignora la indefensa posición del público comprador, el cual se encontraría desprotegido en contra del uso indebido de información privilegiada.

Los demandados además manifestaron que no hicieron representaciones expresas y que en ninguna forma manipularon el mercado, alegando además que en una transacción en bolsa no hay obligaciones posteriores como las que podría haber en una transacción cara a cara. La Corte rechazó de manera enfática dicha sugerencia, ya que

⁶⁵ Uno de los propósitos principales del *Securities Exchange Act* de 1934, fue eliminar la idea de que el uso de información interna para beneficio personal es un ingreso o pago normal a los ejecutivos corporativos.

consideran ilógico que la protección que otorgan las leyes anti fraude, fueran retiradas de las bolsas, que son los mercados principales para las transacciones de instrumentos financieros, como se lo explicó en detalle en el Capítulo I del presente estudio. Y este rechazo parte del simple supuesto de que “si los compradores en una bolsa tuvieran disponible información material conocida por un interno vendedor, podríamos asumir que su análisis de inversión se vería afectado y su decisión de comprar podría consecuentemente ser modificada. En consecuencia, cualquier venta realizada por un interno debe esperar la revelación de información”⁶⁶

Esto no solo parte del mencionado supuesto, ya que al analizar los principios del derecho del mercado de valores en el punto 1.8 del Capítulo I, se señalaron la protección al inversor, la amplia información, la transparencia y la igualdad como los principios rectores del mercado de valores, y estos no hacen más que detallar y desarrollar la protección del inversor ante prácticas engañosas o fraudulentas, el derecho de los inversores a conocer de manera amplia y completa la información de la compañía de la cual son accionistas, y la transparencia que debe tener el mercado.

Estos principios son además son el pilar del mercado eficiente y perfecto, en donde todos los inversores tienen las mismas condiciones para negociar, y en donde la transparencia y la amplia información es la guía básica para la correcta formación de los precios dentro del mercado.

La Bolsa de Nueva York ha reconocido que la pronta entrega de eventos corporativos importantes incluyendo decisiones específicas sobre reparto de dividendos, es esencial para beneficio de los accionistas y el público inversionista para lo que ha establecido requerimientos específicos y recomendado procedimientos para la inmediata publicación de información sobre dividendos de empresas listadas en la Bolsa.

En este caso según la opinión de la Corte, los problemas que experimentaron los demandados son fácilmente evitables, ya que en caso de registrarse problemas con la entrega y publicación de la información material relevante, “todos los agentes registrados lo que deben hacer es mantenerse fuera del mercado hasta que los

⁶⁶ Cfr. UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), op.cit.,p.7

procedimientos establecidos para hacer pública la información sean llevados a cabo, en vez de apurar la ejecución de las transacciones, pasando por alto y frustrando, los objetivos de entrega de información al público”⁶⁷

Concuerdamos completamente con la opinión de la Corte en este apartado, ya que si lo que se quiere es dar transparencia al mercado, y proteger a los inversionistas de practicas fraudulentas y engañosas como negociar con información privilegiada no publicada, al existir reglas claras respecto a la negociación bajo estas condiciones, es claro que un agente registrado en bolsa al experimentar cualquier problema relacionado al manejo de dicha información, lo más lógico es que debe abstenerse de negociar, evitando de esta manera incurrir en conductas sancionadas y perjudiciales para el mercado.

Por último los demandados afirmaron que Gintel estaba simplemente llevando a cabo un programa de liquidación en sus cuentas discrecionales, las cuales ya habían sido previamente determinadas e iniciadas antes de recibir la información acerca de los dividendos. En relación a este argumento la Corte estableció que Gintel tenía responsabilidad fiduciaria con estas cuentas para continuar con las compras, la cual es más importante que cualquier obligación de los compradores de la Bolsa.

Lo más grave fue que Gintel al estar utilizando la relación fiduciaria con sus clientes, no podía justificar ninguna acción que él tomara en virtud de esta relación que sea contraria a la ley. Ya que la responsabilidad de Gintel hacía que sus clientes era tal que no podía tomar una posición adversa para ellos, no podía tomar utilidades a expensas de ellos, no los podía representar mal, y en general lo único que debía hacer era anteponer los intereses de sus clientes antes que los suyos.⁶⁸ Por lo mismo que los clientes no pueden esperar de un agente los beneficios de la información privilegiada o reservada a expensas del público en general.

La Bolsa de Valores de Nueva York multó a Gintel con \$3000 por las transacciones de primer instante, mientras que la Corte consideró que la suspensión de Gintel de la Bolsa por 20 días y si no se imponen sanciones a Roberts, el interés público y la protección a los inversionistas sería adecuado y apropiado.

⁶⁷ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), op.cit.,p.8

⁶⁸ Cfr. UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), op.cit.,p.8

2.4. *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.*

Este caso fue presentado e iniciado por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) en la Corte del Distrito Sur del Nueva York de acuerdo con Sección 21(e) de *Securities Exchange Act* de 1934, en contra de Texas Gulf Sulphur Co. y varios de sus ejecutivos, directores y empleados con el objetivo de sancionar conductas que violaban la Sección 10(b) del Acta, 15 U.S.C, Sección 78j(b) y la Regla 10(b) 5, y para obligar la anulación de las transacciones efectuadas por los demandados individuales en contra de la ley.

Los acusados Fogarty, Mollison, Darke, Murria, Huntigton, O'Neill, Crawford y Coates habían adquirido acciones u opciones de Texas Gulf Sulphur (TGS) en forma personal o través de agentes desde el 12 de noviembre de 1963 al 16 de abril de 1964, en base a información privilegiada confidencial, en relación a los resultados obtenidos de las excavaciones de TGS en un campo ubicado en Ontario, Canadá, mientras la información permanecía sin ser revelada al público inversionista en general o a los respectivos vendedores.

Los demandados Darke y Coates habían divulgado dicha información a terceros para usarla en la adquisición de acciones u opciones de TGS, o a su vez habían recomendado su adquisición, todo esto mientras la información no había sido publicada. Mientras que Stephens, Fogarty, Mollison y Kline habían aceptado ofertas para adquirir acciones de TGS el 20 de febrero de 1964, sin revelar la información acerca del progreso de las excavaciones al Comité de Opciones de Acciones y al Directorio de TGS. Y por último TGS dio a conocer un comunicado engañoso el 12 de abril de 1964.

El juez Bonsal del Distrito Sur de Nueva York en una opinión detallada decidió que las actividades de insiders anteriores al 9 de abril no eran ilegales, ya que los resultados de la excavaciones hasta ese momento no eran importantes, y que Clayton y Crawford si habían transado acciones en violación a las disposiciones anti fraude porque lo habían hecho después de esa fecha. Mientras que Coates no había actuado en contra de la ley ya que había transado antes de que se publiquen los resultados. Y

respecto del informe publicado no era ilegal ya que no fue realizado con el propósito de beneficiar a la corporación, que no era erróneo ni falso, y los insiders no se beneficiaron del mismo para obtener ventajas.⁶⁹

La información que obtuvieron los demandados fue en base a las actividades de exploración de TGS efectuadas en el Campo *Canadian* al este de Canadá la cuales comenzaron en 1959. Las investigaciones geofísicas en el campo fueron realizadas por un grupo liderado por el acusado Mollison que era ingeniero en minas y vicepresidente de TGS, en el grupo se encontraban además Holyk, geólogo jefe de TGS, Clayton, ingeniero eléctrico y geólogo, y Darke geólogo. De dicha exploración se obtuvieron resultados sorprendentes los cuales indicaban que de una exploración de ese tipo nunca se había visto un depósito de metal de las características encontradas, es decir, que para la industria minera y los intereses de su empresa, dicho descubrimiento era realmente importante. Razón por la cual el programa de adquisición de tierras consideró que era necesario adquirir los segmentos de terreno aledaños a la sitio de la exploración.

Dentro del proceso judicial se concluyó que el resultado de la exploración fue realmente bueno, razón por la cual despertó el interés y la especulación entre todos aquellos que tuvieron conocimiento del mismo.

Una vez que la exploración en el campo principal denominado K-55-1 se había completado y se habían reanudado las excavaciones algunos de los demandados dijeron haber recibido datos acerca del importante descubrimiento en dichos campos, o haber adquirido acciones u opciones de TGS. "Antes de que se realizaran estas transacciones, dichas personas eran dueñas de 1.135 acciones de TGS, y no poseían opciones, más tarde eran dueños de un total de 8.235 acciones y poseían 12.300 opciones"⁷⁰, es decir, que empezaron a transar en base a información privilegiada no publicada.

En el período comprendido a partir del 20 de febrero, TGS emitió opciones de acciones para 26 de sus empleados, cuyos salarios sobrepasaban cierta cantidad, entre estos se encontraban los demandados Stephens, Fogarty, Mollison, Hollik y Kline. Pero hasta ese momento ni el Comité de Opciones de Acciones, ni el Directorio de

⁶⁹CFR. UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969), en S, THOMAS(compiladora), *Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores*, s/e.

⁷⁰ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

TGS habían sido informados de los resultados obtenidos en los campos explorados. Y hasta ese momento todos los acusados habían aceptado las opciones ofrecidas.

En Canadá empezaron a circular rumores acerca de un descubrimiento mineral de grandes proporciones, y tanto el New York Herald Tribune como en New York Times, circularon reportajes no autorizados por la TGS que confirmaban los rumores. Debido a esto Charles Fogarty, en su calidad de Vicepresidente Ejecutivo de TGS, se reunió con un relacionador público para emitir una declaración, que sería publicada el 12 de abril y aparecería en circulación en los diarios el 13 de abril, en la cual se desmentían los rumores, ya que manifestaron que se exageraron las escalas de los descubrimientos, generando especulación por parte de gente no relacionada con TGS.

En el informe además afirmaron que los descubrimientos habían revelado una serie de piedras sin valor, y que de los informes preliminares podían concluir que era necesario realizar más excavaciones para obtener resultados concluyentes. Y por último que obtengan conclusiones razonables y lógicas TGS publicaría una declaración definitiva a sus accionistas y al público para aclarar el proyecto.

La evidencia del impacto de la declaración publicada el 13 de abril fue equivocada y no abundante, pero mediante las declaraciones de algunos especialistas mineros manifestó que a esa fecha se tenía un índice Dow Jones diciendo que la TGS no tenía nada, y de un especialista de existencias de TGS para la Midwest Stock Exchange, que se estaban preocupando por la publicación que manifestaba que no tenían nada.

Cuando se estaban finalizando los actividades de perforación, los encargados de TGS ya estaban preparando medidas para su divulgación, es así que el 13 de abril se invitó a un periodista de una revista minera canadiense para entrevistar a Mollison, Holyk y Darke, acerca del descubrimiento de 10 millones de toneladas de minerales. Una vez revisado el reportaje y reenviado sin modificaciones a la revista, los encargados de TGS enviaron una declaración al Ministerio de Minería de Ontario el 15 de abril, pero fue emitido por la radio canadiense el 16 de abril.

Mientras tanto una declaración oficial detallada anunciando el hallazgo de al menos 25 millones de toneladas de mineral, fue leída por lo representantes de la televisión financiera americana el 16 de abril de 10:00 AM a 10:45AM, y apareció en el

cable privado de Merrill Lynch a las 10:29AM, y en la cinta informativa de Dow Jones a las 10:54 AM.

El precio de las acciones de TGS desde que comenzaron las excavaciones en noviembre de 1963 fluctuó de un precio de $17 \frac{3}{8}$ al precio de cierre el día del anuncio oficial el 16 de abril de 1964 de $36 \frac{3}{8}$ por acción, y ya para el 15 de mayo las acciones se estaban vendiendo a $58 \frac{1}{4}$.

Respecto de la aplicación de la Regla 10(b)5 la Corte cita al precedente del caso de Cady, Roberts & Co. previamente analizado en este estudio, al determinar una vez más en esta sentencia que cualquier persona que posea información confidencial importante debe, ya sea revelarla al público inversionista, y si no está capacitado para hacerlo, debe abstenerse de negociar o recomendar las acciones en cuestión mientras tal información confidencial se mantiene como tal.⁷¹ Por lo que determinan que no existen justificación a la actividad como insider en cuanto a la divulgación estuviera prohibida por un objetivo corporativo legítimo de adquirir opciones para adquirir tierra que rodeaba el sitio de exploración, por lo que como la SEC consideró que esta información era material y relevante sus poseedores deberían haberse mantenido fuera del mercado hasta que la revelación fuera realizada.

Uno de los elementos más importantes que otorga la Corte Suprema en esta sentencia es en virtud a los elementos que permiten interpretar la información confidencial importante. Entre estos elementos encontramos en la opinión de la Corte que “un insider no siempre está impedido de invertir en su propia compañía meramente porque puede estar más familiarizado con las operaciones de la compañía que los inversionistas exteriores. El deber de un insider de revelar información o de abstenerse de negociar con las acciones de su compañía, surge solo en aquellas situaciones que son extraordinariamente esenciales para la naturaleza y en las cuales están razonablemente seguros de obtener un impacto importante en el precio del mercado de las acciones si es revelada.”⁷²

Esta nos parece una limitación muy importante al alcance de la Regla 10(b)5 y en su influencia en el resto del legislaciones del derecho comparado, ya que le permite a

⁷¹ Cfr. UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

⁷² *Ibidem*.

los *insiders* invertir en su propia compañía por el conocimiento lógico que tienen de la misma, por el mismo hecho de ser parte de la compañía, y que solo se deben abstener de negociar cuando la información pueda tener un efecto relevante en el mercado ya sea este positivo o negativo. La importancia de esta limitación a la regla radica en que no impide cualquier negociación por parte de *insiders*, y evita que toda negociación por parte de ellos caiga en la figura del *insider trading* y sean objeto de una sanción que puede ir de multas hasta la prisión.

La Corte continúa con su análisis manifestado que el *insider* no tiene ninguna obligación con los inversionistas externos de entregarles el beneficio de su inteligencia financiera o de otro tipo de análisis avanzados en los que se revelen suposiciones fundadas o predicciones, ya que son fruto del trabajo, esfuerzo y habilidad de los mismo para analizar el mercado. Al señalar que “el único objetivo de la regulación es que el acceso a la información importante sea gozado por todos en forma igual, pero este objetivo no requiere más que la divulgación de hechos básicos, de manera que los *insiders* puedan alcanzar sus propias decisiones de inversión con un conocimiento igual al que poseen los *insiders*.”⁷³

Al respecto se hace la aclaración que la prueba de la importancia de la información debe ser necesariamente una prueba conservadora, ya que se han presentado una serie de acciones en base a la Regla 10(b)5 en base a informaciones posteriores. Cuando se refieren a conservadora quieren decir que se tiene que medir el impacto que tendría el conocimiento de los hechos sobre los inversionistas conservadores o prudentes. Pero a su vez esto podría abarcar cualquier hecho que bajo la contemplación objetiva y razonable podría afectar el valor de las acciones de la corporación. Lo cual en nuestra opinión en lugar de ser una garantía podría ser una vez más un peligro de que la interpretación de la regla vuelva a tener su característica de ser demasiado amplia.

Para la Corte los hechos importantes “no solo incluyen información que revela las ganancias y distribución de una compañía, sino que también aquellos que afectan el

⁷³ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

futuro probable de la compañía y de aquellos que puedan afectar el deseo del inversionista de comprar, vender o mantener las garantías de la compañía”⁷⁴

Es así como los descubrimientos realizados por las excavaciones realizadas por TGS influyó en quienes conocían del descubrimiento a adquirir acciones y opciones, tanto así que algunos individuos que nunca antes habían comprado acciones lo empezaron a hacer, una de las razones por lo que la Corte determinó que la información era material.

Respecto del momento en que los *insiders* están facultados para actuar en la resolución de este caso los jueces determinan que: “...donde un aviso formal a todos los medios de comunicación ha sido prometido en comunicado previo conocido por los medios, toda la actividad interna debe esperar la difusión del aviso oficial prometido, toda la actividad de los insiders debe esperar hasta que se realice el anuncio oficial”⁷⁵

Es decir, que *los insiders* no están prohibidos de actuar en el mercado, lo único que tienen es ciertas limitaciones relacionadas al momento en el que pueden actuar, y ese momento es una vez que la información ha sido divulgada al público, de manera que todos puedan transar en igualdad de condiciones y de manera transparente, por lo que podemos concluir que los *insiders* si pueden participar en el mercado como cualquier otro inversionista, la calidad de *insider* no prohíbe de ninguna manera la participación en el mercado.

En este caso los demandados Coates, Crawford y Clayton, alegaron la buena fe al momento de ordenar las compras antes de que las noticias fueran dadas a conocer, ya que manifestaron que ellos tenían el derecho de hacerlas ya que honestamente creían que las noticias ya eran públicas al momento que ellos dieron las ordenes de compra. Pero la Corte consideró que al tratarse de un caso de la SEC o como una acción privada, la prueba del intento específico de engañar era innecesaria, esto se debe a que como lo manifestaron los jueces en este proceso que: “Si se trata de un procedimiento de cumplimiento forzado para lograr una reparación de daños, los estándares del derecho común relacionados con conductas engañosas han sido modificados en su

⁷⁴ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

⁷⁵ *Ibidem*

interés de dar una protección más amplia para el público inversionista, para que la conducta negligente de un insider sea considerada ilegal⁷⁶

Este criterio de la Corte lo consideramos un poco confuso ya que relaciona la intencionalidad de los demandados con los estándares del derecho común relacionados con conductas engañosas, para terminar concluyendo que la negligencia en este caso sea considerada ilegal. Consideramos que si debería existir un criterio más claro de evaluación de la intencionalidad, ya que si pueden existir casos en los que los *insiders* consideren que ya podían entrar a negociar ya que consideraban que la información material era pública, y no estaban advertidos de problemas técnicos o de demora dentro de los canales de comunicación. Como también pueden existir situaciones en la que los insiders puedan recurrir a este argumento como en este caso para tratar de alegar una falsa buena fe, ya que ellos ya conocían de la información material mucho antes, por lo que su conducta fue negligente al no esperar un anuncio oficial, es por esto que la solución no está en ampliar cada vez el alcance de la regla, sino dar parámetros más claros derivados de la interpretación de los jueces que han ido creando la jurisprudencia.

Respecto de la aceptación de opciones por parte de los insiders sin comunicar información material al emisor, la corte decidió en este caso que al concluir que la información es material los insiders violaron la Regla 10(b)5 por haber aceptado las opciones.

Un tema de gran trascendencia en el desarrollo de la figura del insider trading que se analiza en esta sentencia, es determinar si la emisión de un comunicado falso o engañoso por parte de una corporación constituye una violación a la Regla 10(b)5.

En este caso la SEC argumentó ante el tribunal inferior y lo mantuvo en la apelación, que la comunicación realizada por TGS pintó un escenario engañoso del proceso de perforaciones al momento de la comunicación y que por lo tanto violó la regla 10(b)5. La alegación específica en la demanda de la SEC fue que la comunicación era materialmente falsa y engañosa y que era conocido por ciertos ejecutivos y empleados de TGS, incluidos varios de los demandados, de ser materialmente falsa y engañosa. La SEC se basó en la Sección 21(e) del Securities Exchange Act de 1934

⁷⁶ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

para emitir una orden permanente para evitar la comunicación de hechos materiales falsos y equívocos de carácter público.

En su análisis respecto a este punto los jueces, analizan una vez más el propósito dominante en el que se basa la *Securities Exchange Act* de 1934 el cual consideran que es “promover un mercado accionario libre y abierto y proteger al público inversionista de sufrir inequidades en las transacciones, incluyendo específicamente inequidades que nacen de las transacciones que han sido estimuladas por la publicación de información corporativa falsa o engañosa”⁷⁷

La teoría de un mercado libre y abierto, tal como se lo analizó en el primer capítulo de este estudio, se basa en la idea de que las decisiones de inversión de compra y venta de los inversores, están basadas en que la determinación del precio justo de una acción que está basada en que el mercado refleje de la forma más exacta posible dicho precio justo. Es así que una corporación al emitir comunicados falsos o engañosos, mediante la manipulación de la información deforma la verdadera función del mercado abierto, ya que al esconder o modificar información importante obstruye la operación de los mercados como índices de real valor. De tal manera que sin publicidad honesta es imposible pensar en mercados honestos, y por lo tanto en transacciones transparentes y precios justos.

Este tipo de prácticas en las que predominan la demora, poca claridad e información engañosa, realizadas por los principales ejecutivos de las corporaciones son el reflejo del operador de mercado abusivo o del ejecutivo que especula con información privilegiada para satisfacer sus propios intereses. Es por esto que dejando a un lado los conflictos de interés y la influencia de grupos de poder, “los principales ejecutivos de las más importantes bolsas de comercio han reconocido al menos en teoría, la vital importancia de la entrega de información precisa y verdadera de las compañías como un pilar esencial del buen funcionamiento de las bolsas de comercio”⁷⁸

Este es un fenómeno que se lo puede verificar en cualquier parte del mundo, y principalmente en países con leyes de mercado de valores poco desarrolladas como las

⁷⁷ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

⁷⁸ *Ibidem*

nuestras y con un poder legislativo tan frágil y propenso a la manipulación de los grupos de poder políticos y económicos, que lo único que podemos encontrar es leyes que son enunciativas más no sancionadoras, y órganos de control que no ejercen un verdadero control y sanción a este tipo de prácticas. Lo que deja el campo abierto a los ejecutivos de las empresas a manipular la información o negociar de la manera que más beneficie a sus intereses, y no al mercado, la economía o al público inversionista del país.

La corte en su análisis manifiesta que se ha demostrado que el propósito legislativo del Congreso al utilizar la frase “en conexión con la compra o venta de un valor” perseguía a cualquier medio que causará que el inversionista creyera en él, y que por lo tanto en conexión con éste, fuera el que le motivo a realizar la compra o venta de los valores de una compañía. Es así que los jueces manifiestan que “esta discusión demuestra que el Congreso intentaba proteger al público inversionista en relación con sus compras o ventas de valores de tener que basarse en comunicados erróneos emitidos por o en representación de insiders o de si los insiders transaban acciones al mismo tiempo, e independientemente de si la compañía o su plana ejecutiva tenían un propósito ulterior de hacer un anuncio público.”⁷⁹

El Congreso encargó a la SEC la responsabilidad de revisar todos los anuncios engañosos emitidos por las compañías en prospectos iniciales con aquellos contenidos en las comunicaciones enviadas a los accionistas de la necesidad o deseo de terminar la existencia de la sociedad o de la fusión con otra. La SEC tiene el deber de controlar a la gerencia para prevenir prácticas corporativas que son razonablemente fraudulentas y que van a perjudicar a los inversionistas.

De esta opinión de la corte podemos ver la importancia de tener órganos de control dentro del mercado de valores, que tengan el poder suficiente para poder investigar a las compañías y a sus directores cuando exista la sospecha de prácticas engañosas y fraudulentas, para que de esta manera puedan intervenir y sancionar, para que tanto el mercado como el público inversionista se encuentren protegidos de este

⁷⁹ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

tipo de prácticas. Es de la única manera que se puede hacer cumplir el contenido de la ley y tener un mercado libre, transparente y honesto.

Respecto del comunicado emitido por la TGS la corte concluyó que “habiendo establecido que el comunicado fue emitido de una manera razonablemente calculada para afectar el precio de mercado de las acciones de TGS y para influir al público inversionista”⁸⁰, reenviaron al tribunal inferior para que decida si el comunicado era engañoso para el inversionista razonable, y de ser así para que en su discreción emita la orden de embargo solicitada por la SEC.

2.5. Chiarella v. United States

Este caso es otro de los considerados emblemáticos por la jurisprudencia de los Estados Unidos, por sus particulares elementos y el desarrollo que se logró a partir del mismo de la figura del *insider trading*.

El principal elemento que gira en torno a este caso es determinar si una persona que toma conocimiento de los documentos confidenciales que tiene acceso, de que una sociedad tiene la intención de tomar el control de una segunda corporación, viola o no la Sección 10(b) del *Securities Exchange Act* de 1934 y la Regla 10(b)5 si es que no informa del hecho de tener conocimiento de la futura oferta antes de transar él mismo las acciones. La particularidad en este caso es que el peticionario Chiarella era el trabajador de una imprenta financiera ubicada en Nueva York y su puesto era el de revisionista en la sala de revisión de impresiones, lo que cambia el panorama clásico del *insider* director, empleado o accionista de la corporación.

En este caso Chiarella tenía que revisar cinco anuncios de tomas de control por parte de distintas sociedades, cuando documentos de este tipo eran entregados a la imprenta, las identidades de la compañía que se pretendía adquirir, como de la compañía que haría la oferta eran puestos en blanco o se les ponía nombres falsos, y los nombres verdaderos eran enviados a la imprenta la noche final antes de que se imprimiera la versión final del aviso de toma de control. Pero Chiarella fue capaz de

⁸⁰ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, op.cit.

deducir los nombres de la compañía sobre la cual se iba a efectuar la oferta, antes de que se realice la impresión final, por otra información a la que tuvo acceso.

Una vez que el Chiarella obtuvo esa información material, sin informar de lo anterior ni de su conocimiento, compró acciones en las sociedades sobre las cuales se iba a ejercer esta oferta y las vendió inmediatamente después que se hiciera pública esta oferta sobre las acciones de la compañía que pretendía comprar. De esta manera obtuvo utilidades durante un período de 14 meses, hasta que la SEC inició investigaciones acerca de sus operaciones bursátiles hasta que en mayo de 1977 entró a un acuerdo de consentimiento mediante el cual aceptó devolver las utilidades que había obtenido a los vendedores de las acciones.

En 1978 Chiarella fue acusado de 17 cargos por violar la Sección 10(b) y la Regla 10(b)5, posteriormente trató de que se dejara sin efecto la acusación, pero de igual manera fue sometido a juicio y condenado por todos los cargos. La Corte de Apelaciones del Segundo Circuito confirmó la sentencia condenatoria.

La Corte Suprema dio lugar a la apelación y decidió revocar dicha sentencia de acuerdo al siguiente análisis. De acuerdo con la corte el caso en cuestión presenta el problema del efecto legal del silencio del peticionario.

En sentido general la Sección 10(b) no establece si el silencio puede o no constituir una maniobra que mueva al engaño. Si bien la norma anteriormente citada fue creada para prevenir practicas fraudulentas, la corte sostiene que ni la historia legislativa ni la norma en sí misma, les dan luces para resolver este caso.⁸¹

Las cortes federales han encontrado violaciones a la Sección 10(b) en reiteradas ocasiones cuando un ejecutivo usa información que no se ha dado a conocer, en su propio beneficio como en los casos de Cady, Roberts & Co o en SEC v. Texas Gulf Suphur, como se analizó anteriormente. Por lo que en consecuencia, "un comprador de acciones que no tiene un deber hacia el supuesto vendedor porque no es una persona que tenga información privilegiada y tampoco tiene un deber de fidelidad, se

⁸¹ Cfr. UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980), en S, THOMAS(compiladora), Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

ha sostenido que no tiene obligación de dar a conocer los hechos materiales que él conoce a la otra parte.”⁸²

Pero de igual manera en base al pronunciamiento de la Corte Suprema en el caso *Affiliated Ute Citizens v. United States*, en el que los ejecutivos de banco fueron acusados de tener una responsabilidad hacia los accionistas, debido a que ellos no podían actuar como asesores del mercado induciendo a los indios a vender sus acciones sin informarles de la existencia de una condición más favorable en el mercado no indio, ya que prefirieron mantener dicha información en silencio y solo asesoraban a los indios para que transen en el mercado indio, a precios menores que los del mercado no indio, es decir, del mercado de valores de cualquiera de las bolsas de valores de los Estados Unidos.

En virtud de esta decisión judicial, la corte ha establecido que el silencio en relación a la compra o venta de valores puede generar una acción fraudulenta bajo la Sección 10(b), independientemente de la ausencia de un lenguaje estatutario o por la historia legislativa que específicamente trate el tema, como se manifestó anteriormente.

El anterior argumento es muy peligroso y extensivo al alcance de la Sección 10(b) ya que claramente lo que prohíbe dicha norma es el empleo de cualquier sistema manipulativo o engañoso en relación a la compra o venta de un valor, y en estos casos no se ha comprobado el uso de ningún medio material para defraudar o engañar, únicamente los acusados se abstuvieron de informar los hechos materiales cuando no tenían la obligación de hacerlo.

Las cortes inferiores condenaron a Chiarella por violar la Sección 10(b) sin importar que no era una persona que trabajaba dentro de la misma compañía y de no haber recibido información confidencial por la compañía sobre la cual se iba a ejercer la oferta, y más aún que él se basó en los planes que tenía una sociedad de realizar una oferta. “El uso de información por parte de este funcionario no fue fraudulenta bajo la regla 10(b)5, a menos que estuviera sujeto a un deber informativo de comunicarla antes de efectuar transacciones.”⁸³

⁸² UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980), op. cit.

⁸³ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980), op.cit.

En este caso, en las instrucciones que se dieron al jurado no se especificó el deber, sino que únicamente dentro de las instrucciones se manifestó que el peticionario tenía un deber general para todos los vendedores y para el mercado como un todo.

De acuerdo a la teoría de la Corte de Apelaciones, el uso por cualquier persona de información material que no es necesariamente puesta en conocimiento público es fraudulento, en la medida que los compradores o vendedores obtienen una ventaja por sobre las partes que no están informadas como éstas.

La Corte Suprema en su análisis encontró dos defectos a esa teoría: “Primero, no toda instancia de desventaja financiera es fraudulenta bajo la Sección 10(b). Segundo, el elemento que se requiere para que el silencio sea fraudulento, es decir, el deber de poner en conocimiento, está ausente en este caso.”⁸⁴ Por lo que, ningún deber pudo haber emanado de la relación que tenía el peticionario con los vendedores de las acciones de la compañía que se iba a comprar porque el peticionario nunca había tenido ninguna transacción con ellos. Chiarella no era ni su agente, ni su fiduciario, ni una persona en la que los vendedores habían depositado su confianza y confidencia, él era un completo extraño, que solo pudo tener relación con los vendedores mediante el impersonal mercado de las transacciones.

En este caso la Corte aplicó la Teoría del Deber de Confianza, que es la que hemos estado analizando durante este capítulo, y que de acuerdo con Reaño Peschiera “la aplicación de la teoría del deber de confianza se circunscribe a las operaciones «cara a cara» o *«face to face»*, en las que los inversionistas están en relación directa, exentos de agentes de intermediación bursátil.”⁸⁵ La esencia de este tipo de operaciones está determinada por el deber mutuo de confianza y fidelidad entre las partes que intervienen en las operaciones, en la que dichas partes tienen que revelar la información privilegiada que poseen al momento de transar.

⁸⁴ UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980), op.cit.

⁸⁵ J.L. REAÑO PESCHIERA, *La Criminalización de las Transacciones Bursátiles con Información Privilegiada: El Delito de Insider Trading*, disponible en: <http://www.unifr.ch/ddp1/derechopenal/articulos/pdf/Reano1.pdf>, consultado: 19 de marzo del 2008, p.4

La Corte recalca en su análisis que el deber de comunicar bajo la Sección 10(b)5 no emana de la mera posesión de información de mercado que no es pública, porque no puede haber fraude basado en la no información, cuando no existe un deber de no informar.

Es por estas razones que la corte determinó que Chiarella no tenía el deber de informar los hechos materiales y no violó la Sección 10(b) ni la regla 10(b)5. Y si a esto se le suma el hecho de que el jurado fue mal instruido respecto de la obligación que tenía Chiarella por su posición, la corte considera que no puede confirmar una condena criminal basados en una teoría que no fue presentada al jurado. En base a este análisis la Corte Suprema decidió revocar la sentencia condenatoria de la Corte de Apelaciones, sin embargo esta fue respecto a la condena de prisión efectiva, más la devolución de las ganancias que Chiarella percibió como fruto de las transacciones efectuadas en base a información privilegiada, mantuvieron su efecto y la Corte Suprema no se manifestó respecto a este particular.

REAÑO PESCHIERA manifiesta al respecto que:

“En las dos primeras instancias Chiarella fue condenado a 1 año de prisión efectiva y 5 años de libertad condicional, por haber abusado de información privilegiada. Sin embargo, en aplicación de la teoría del deber de confianza, el Tribunal Supremo revocó la sentencia condenatoria por considerar que Chiarella no estaba vinculado a ninguna relación de confianza o fidelidad respecto a los accionistas de la sociedad emisora, de modo que no tenía la obligación de revelar la información que poseía antes de realizar sus transacciones. Tal como se advierte en este caso, fundamentar la individualización del iniciado exclusivamente en la quiebra de un deber de confianza o fidelidad (*breach of duty*) con su contraparte reduce considerablemente el ámbito de la prohibición.”⁸⁶

Consideramos que fue una decisión acertada de la Corte porque se analizó una de las particularidades de la figura del *insider trading* en un caso de circunstancias tan especiales como el de Chiarella, ya que para ser condenado se tiene que tener la condición de *insider* o tener alguna relación fiduciaria con los vendedores que obligue a divulgar la obligación antes de realizar transacciones. Además que es importante que la

⁸⁶ J.L. REAÑO PESCHIERA, *La Criminalización de las Transacciones Bursátiles con Información Privilegiada: El Delito de Insider Trading*, op. cit., p.4

aplicación de la norma no sea tan amplia, y que cualquier posesión de información privilegiada sea condenada.

Este es un elemento sumamente importante al momento de que el órgano de control o los jueces competentes interpreten si se ha cometido una infracción por negociar en base a información privilegiada, porque en este caso no estamos hablando del típico *insider* o *typee*, debido a que es una persona que puede llegar al conocimiento de la información privilegiada por métodos diferentes a la ventaja que le otorga su cargo o posición en una compañía, o haberse enterado de la misma por medio de un *insider*, sino que es gente que se entera por situaciones fortuitas y negocia en el mercado en base a esa información, pero que no tenía el deber de informar al emisor o al mercado la posesión de la misma, lo cual se configura como una clara excepción.

CAPÍTULO III

EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA DEFINICIONES DOCTRINALES Y DEL DERECHO COMPARADO

3.1. Definiciones Doctrinales.

Una vez que hemos analizado el origen y desarrollo de la figura del insider trading desde sus orígenes bajo la legislación estadounidense y se han estudiado los principales elementos, en base al desarrollo jurisprudencial de las Cortes de los Estados Unidos, principalmente de la Corte Suprema, es necesario realizar un análisis de las diferentes definiciones de insider trading que podemos encontrar tanto en la doctrina como en la legislación comparada. Esto ayudará a tener un panorama más claro de cómo se trata a tan compleja figura, lo que permitirá tener nociones más exactas acerca de su regulación y alcance.

Consideramos esencial una vez más empezar con las definiciones que nos otorga la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos, para de esta manera poder contrastarlas con las del derecho comparado. La SEC haciendo énfasis en que no se trata de una definición legal, determina que: “el insider trading generalmente se

refiere a la compra o venta de valores cuando se encuentra en posesión de información material no pública concerniente a dichos valores o a la divulgación de tal información, cuando el vendedor o el informante se encuentra bajo un relación fiduciaria o bajo el deber derivado de una relación de confianza y confidencialidad.”⁸⁷

Al hablar del uso de información privilegiada MIGUEL BAJO Y SILVINA BACIGALUPO se refieren a los comportamientos sancionados en los Arts. 285 – 286 del Código Penal de España, y al Art. 81 de la Ley de Mercado de Valores del mismo país. “Es decir, informaciones no conocidas aún por el mercado, que pueden afectar el precio de la cotización de los valores, y que son utilizadas en operaciones por aquel que las obtiene en el ejercicio de su profesión”⁸⁸ De acuerdo con los autores es necesario realizar una distinción entre los dos modelos reguladores de la figura del *insider trading* más importantes del Derecho Comparado. Entre los que podemos encontrar por un lado el modelo americano, el cual acentúa el quebranto a la lealtad de empresa y la protección al inversor; mientras que por otro lado, encontramos el modelo europeo, más preocupado por la disciplina del mercado (transparencia y correcta formación de precios: Art. 13 LMV), y la protección del inversor.

Por otro lado CACHÓN BLANCO en su definición manifiesta que: “por *insider trading* se entiende el uso de informaciones privilegiadas obtenidas por una persona en base a su cargo político, administrativo, económico, o laboral para la realización de operaciones en interés o beneficio del mismo o de un tercero”⁸⁹ Esta definición es un poco más amplia ya que se mezclan los elementos de *insider trading* tanto en el sector público como privado, lo concerniente a este estudio son las negociaciones del *insider* en el mercado de valores, en el que se pueden negociar obligaciones de naturaleza pública, es decir, emitidas por un Estado como es el caso de los bonos global los cuales contienen las obligaciones respecto a la deuda externa, que son negociados en varios mercados internacionales.

⁸⁷ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION DIVISION OF ENFORCEMENT ENFORCEMENT TRAINING PROGRAM, *Insider Trading Investigations*, septiembre 2000, disponible en: www.sec.gov, consultado: 25 de enero del 2008.

⁸⁸ M. BAJO Y S. BACIGALUPO, *Derecho Penal Económico*, p. 515.

⁸⁹ CACHÓN BLANCO, JOSÉ ENRIQUE, “Derecho del Mercado de Valores”, op. cit., p. 116

En tanto que para MARIA PIA MOFFAT “El Insider Trading consiste en aprovechar información reservada o privilegiada con el fin de obtener para sí o para otros ventajas de cualquier tipo, derivadas de la compra o venta de títulos valores o de cualquier otra operación relacionada con la oferta pública de esos títulos.”⁹⁰ Como podemos apreciar en esta definición falta un elemento básico que es el de establecer quien o quienes son las personas que aprovechan dicha información privilegiada para obtener ventajas, y cuando están prohibidas de hacer esto, ya que como pudimos apreciar en el análisis de la jurisprudencia norteamericana las negociaciones por parte de un insider no son siempre ilegales ni punibles, sino únicamente mientras la información mantenga su condición de privilegiada, es decir, mientras no haya sido hecha pública.

Mientras que FERNANDO GABRIEL FALASCA profesor de Derecho Comercial de la Universidad de Buenos Aires respecto del *insider trading* manifiesta que:

“el insider trading es el uso de información de carácter reservado por parte de una persona cualquiera, a la que habitualmente se la conoce como el insider, y que de alguna manera estuvo posibilitada de acceder a dicha información y que conociendo el carácter de reservado de la misma, hizo uso de ella para obtener, ya sea para sí mismo o para terceros, un beneficio interviniendo de alguna manera en la negociación o comercialización de acciones o títulos valores que se cotizan en la Bolsa. Así a consecuencia de tal actuación se genera una desigualdad en la negociación llevada en el mercado de capitales, provocando que quienes tienen conocimiento (ya sea en forma directa o indirecta) de información que aun no se ha hecho pública, se encuentren en posición ventajosa con respecto al co-contratante y el público en general, violándose de tal manera una de las reglas de hora de dichos mercados la cual es la transparencia en la oferta pública”⁹¹

Es necesario aclarar que en el caso de nuestra ley de mercado de valores, se da un tratamiento diferente a la información reservada de la información privilegiada, como lo analizaremos a profundidad en el próximo capítulo. Pero en síntesis información reservada es aquella que se ha decidido otorgarle ese carácter previa autorización de la Superintendencia de Bancos,

⁹⁰ M.P. MOFFAT, *Insider Trading*, op.cit, p.2.

⁹¹ F.FALASCA, *Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de “Insider Trading” en Argentina y U.S.A.*, Revista Electrónica de Derecho Comercial, disponible en: www.derecho-comercial.com, consultado: 10 de febrero del 2008.

por un período determinado, con la finalidad de que por las circunstancias en las que se ha generado pueden afectar al mercado.

Por último podemos citar a FERNANDO ZUNZUNEGUI que señala que: “El *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. El *insider trading* lesiona la confianza de los inversores en el mercado de valores. Les hace 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 tenderán a apartarse del mercado. Con el fin de proteger la integridad del mercado se prohíbe negociar con información privilegiada.”⁹² En esta definición se da especial énfasis a la confianza de los inversores en el mercado, la cual se vería lesionada por negociaciones por parte de *insiders*, que aprovechan la información privilegiada. Al final de la misma podemos notar que se habla de que por este tipo de conductas los inversores pueden tender a alejarse del mercado, y ahí encontramos la clave de la afectación, el mercado es el que sufre las consecuencias negativas del *insider trading*, porque la regulación de los precios de los valores tiene que darse por medio de la oferta y la demanda, en un mercado que posea toda la información relevante a él, y que pueda afectar a sus cotizaciones.

De todas las definiciones anteriormente citadas podemos encontrar un elemento uniforme presente en cada una de las mismas, este es el de la información privilegiada, todos los tratadistas y autores manifiestan al respecto que se entiende como información privilegiada toda información no pública de una sociedad o corporación que es capaz de influir en el valor de la acción en el mercado, es decir, que es relevante o material.

Respecto de la acción del delito de *insider trading* podemos encontrar también cierto consenso en las definiciones citadas, en cuanto, se considera que es el negociar en base

⁹² F. ZUNZUNEGUI, *¿Qué es el Insider Trading?*, Revista del Derecho del Mercado Financiero, Octubre de 2006, disponible en: rdmf.worldpress.com, consultado: 30 de enero del 2008.

a la información privilegiada para beneficio propio o de terceros en el mercado de valores, o el transmitir dicha información a terceros o recomendar la compra o venta de acciones en virtud de dicha información.

La mayor diferencia que podemos encontrar en las definiciones aunque en esencia se refieran al sujeto activo como el *insider* o el iniciado, es precisamente en determinar el sujeto que tiene la responsabilidad de no divulgar dicha información y de no transar en virtud a la misma. En algunas no se hace mayor distinción ni explicación de quienes son los llamados insiders o iniciados, mientras que en otras se hace un uso extensivo de la figura mezclando el ámbito público con el privado, que si bien en ambos casos se puede encuadrar la figura, el *insider* público es un tema que se trata de diferente manera de acuerdo a la doctrina y las diferentes legislaciones, ya que las responsabilidades de un funcionario público atienden a las atribuciones que la ley le otorga para el ejercicio de sus funciones, mientras que en el caso de los directores de compañías se desprenden de las obligaciones del director o representante legal que el mismo directorio le otorga o las generales que la ley le atribuye.

Otro elemento de vital importancia para entender la figura del insider trading ausente en la mayoría de las definiciones es determinar el bien jurídico protegido ya que indistintamente se refieren los diferentes autores al mercado, accionistas o al público accionista.

Por lo que consideramos que antes de poder dar una definición es necesario realizar un análisis de cada uno de los elementos que configuran la figura del *insider trading* en base a las definiciones ya citadas, y al que le dan las diferentes legislaciones, para de esta manera poder construir la definición más precisa posible en la que no falte ningún elemento.

3.2. Definiciones Legislativas

En la actualidad se puede encontrar una amplia variedad de regulaciones de *insider trading* contenidas en las diferentes leyes de mercado de valores a nivel mundial, cada vez son más los países que han ido adoptando este tipo de regulaciones tendientes a la protección de las prácticas deshonestas, fraudulentas o ilegales que afectan el libre

y transparente desarrollo del mercado de valores. Es así como la figura del insider trading se encuentra en la actualidad esparcida por los 5 continentes, es decir, que ya no es una figura o práctica reservada para las principales bolsas de valores a nivel mundial, como Wall Street, Londres, Tokio, Paris, Frankfurt, México o Sao Paulo.

Esto se debe a que las economías de varios países siguiendo los modelos de los países más desarrollados, se han dado cuenta del crecimiento que pueden experimentar sus economías mediante el desarrollo del mercado de valores, es así como en la actualidad varios países considerados en décadas pasadas como países subdesarrollados o economías emergentes, se han constituido en centros financieros de importancia mundial. Es por eso que algunos consideran al mercado de valores como el pilar de su economía, y es por eso que la tendencia a regular el mercado de prácticas perjudiciales para el mismo se ha convertido en un esfuerzo generalizado.

Y es que si bien el desarrollo del mercado de valores ha sido bastante beneficioso para las economías de los países, este no responde a una decisión de la noche a la mañana, sino a largos procesos en los que como primer paso se fortalecieron las instituciones de control y las leyes, creando un marco seguro al que puedan llegar e invertir los principales grupos financieros aportando con inversión extranjera, y a su vez atrayendo a los inversionistas locales, claro ejemplo de este tipo de procesos es el que experimentó Chile de manera muy exitosa a partir de las reformas impulsadas en la década de los ochentas.

Es por esto que es de vital importancia el analizar algunas de las principales legislaciones de derecho comparado, ya que junto con las definiciones doctrinales expuestas anteriormente permitirán tener un panorama bastante claro de la figura del *insider trading* y de las razones de porqué es tan importante regularla en nuestra Ley de Mercado de Valores.

Cabe recalcar que todas tienen una gran influencia derivada de la legislación estadounidense como se ha manifestado anteriormente porque se basan en la Sección 10(b) del *Securities Exchange Act* de 1934 y de la Regla 10(b)5 de la *Securities and Exchange Commission*, y del desarrollo de las mismas por parte de la Corte Suprema de los Estados Unidos. Por lo que podemos considerar a estas regulaciones y jurisprudencia como el pilar de la mayoría si no es de todas las legislaciones, y al haber realizado el

análisis en el capítulo anterior, a continuación haré especial referencia a legislaciones que comparten nuestro sistema jurídico, y que además son un referente por la importancia de su mercado de valores a nivel regional y al desarrollo de sus leyes de mercado de valores, haciendo lógicamente énfasis al tema que nos compete en este estudio.

3.2.1. Síntesis de las Regulaciones de Insider Trading en base al Reporte realizado por el Comité de Mercados Emergentes de la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO

La Organización Internacional de Comisiones de Valores conocida como IOSCO por sus siglas en inglés, nació en el año de 1983 en Quito, Ecuador, después de que once agencias reguladoras de valores de norte y Suramérica se reunieron para tomar la decisión de transformación de su antecesor la Asociación Inter-Americana Regional de 1974. En 1984 agencias reguladoras de Francia, Corea y el Reino Unido fueron las primeras agencias en unirse a la membresía desde afuera del continente americano.

Hoy en día IOSCO es reconocida como el fijador internacional de estándares en los mercados de valores. La amplia membresía de la Organización regula más del 90% del mercado de valores a nivel mundial, y IOSCO es el foro cooperativo internacional de agencias reguladoras a nivel mundial. Los miembros del IOSCO regulan más de 100 jurisdicciones a las que se siguen sumando más membresías.

En 1998 IOSCO adoptó un set de entendimiento de objetivos y principios de regulación de valores (Principios IOSCO), que hoy en día es reconocido como el estándar regulatorio internacional para todos los mercados de valores. La Organización creó en el 2003 una metodología comprensiva que establece un objetivo de establecimiento del nivel de implementación de los Principios de IOSCO en las jurisdicciones de sus miembros y el desarrollo de planes de acción prácticos para corregir las deficiencias identificadas.⁹³

⁹³ Cfr. IOSCO, Antecedentes Históricos, disponible en: <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=history>, consultado: 18 de marzo del 2008.

Es por estas razones que consideramos importante empezar este análisis en base a un reporte del órgano regulador internacional de valores como lo es IOSCO, ya que todas las legislaciones a ser analizadas son miembros del IOSCO, y nuestra Superintendencia de Compañías también es miembro, por lo que las directrices y conceptos emitidos en el reporte de la Comisión de Mercados Emergentes es aplicable para todas las jurisdicciones de sus miembros, y es la tendencia que busca este órgano reconocido por cada una de las agencias reguladoras de valores a nivel mundial.

3.2.2. Definiciones Básicas

En el reporte de mercados emergentes dentro de la síntesis de regulaciones del *Insider Trading*, el IOSCO determina que “el *insider trading* quebranta la confianza del inversor en la justicia e integridad de los mercados de valores. Por esta razón, casi toda jurisdicción ha promulgado una legislación que prohíbe tal actividad. Aunque existen algunas variaciones en los sistemas legales de los diferentes países, la mayoría de los legisladores han adoptado normas relativas al insider trading que contienen los siguientes asuntos: ¿Qué es información privilegiada no divulgada? ¿Quién se puede considerar como *insider*? ¿Qué actividades relativas al uso de información privilegiada están prohibidas? ¿Cómo prevenir el insider trading? ¿Qué sanciones y medidas de control deben ser implementadas?”⁹⁴

Esta introducción realizada por el Comité de Mercados Emergentes, es muy importante para el presente estudio, ya que primero como señalamos anteriormente el Ecuador está afiliado al IOSCO por medio de la Superintendencia de Compañías, por lo que el objetivo es cumplir con las recomendaciones y estándares de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, y mediante resolución del Consejo Nacional de Valores como se analizará en el próximo capítulo, nos hemos comprometido a incorporar las recomendaciones del IOSCO. Por otro lado se reconoce que en casi todas las jurisdicciones el legislador ha promulgado leyes que regulan el insider trading, y los asuntos que son tratados por dichas legislaciones, lo que hace que este análisis sea

⁹⁴ COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión”, marzo del 2003, disponible en: www.iosco.org, consultado: 18 de febrero del 2008, p.4

la base para entender las demás legislaciones, y para ver de que manera la figura debería estar regulada en nuestro sistema.

3.2.3. Información Privilegiada Interna

Usualmente la información interna es definida como información que no es pública y es material. Es así que para definir la información interna la confidencialidad y la materialidad deben ser analizadas.

Respecto de la Confidencialidad las diferentes jurisdicciones tratan el asunto de la confidencialidad de una manera muy similar, en general la información es confidencial hasta que sea hecha pública, pero existen algunos puntos específicos que deben ser tratados.

Los procedimientos para hacer pública la información de acuerdo al IOSCO deben estar presentes en los requerimientos de divulgación de información en las diferentes jurisdicciones, considerando la aproximación más aceptable para dar cumplimiento a este apartado las modalidades técnicas de apropiada divulgación de información interna contenidas en la Directiva 2003/6/CE. La importancia de los métodos de divulgación tienen que estar relacionados con la divulgación de información sensible de afectar los precios de las acciones en el mercado.

Otro asunto relativo a la confidencialidad de la información que se tiene que tener en cuenta en las diferentes regulaciones es el relativo al transar en base a información privilegiada pensando que la información ya ha sido divulgada, situación particular que se pudo apreciar en el caso de la SEC v. Texas Gulf Suphur.

De acuerdo con el IOSCO esto puede ocurrir cuando se obtiene la información en situaciones excepcionales o cuando ocurren problemas técnicos relativos a la diseminación de la información como también se apreció en el análisis del caso de Cady, Roberts & Co., cuando por alguna razón la información no fue debidamente publicada.

Para el primer caso IOSCO establece que la actividad de inversor debe indicar que conocía que estaba transando con información privilegiada, y en el segundo caso parece apropiado de que el insider se aseguré de que la información ha sido divulgada antes de transar. Como podemos apreciar los dos casos anteriormente citados tienen bastante influencia en los criterios de IOSCO, porque están relacionados con las

opiniones que emitieron los jueces de la Corte Suprema de los Estados Unidos en las sentencias anteriormente mencionadas, en las que no se justifican situaciones excepcionales o basadas en problemas técnicos para transar en base a información privilegiada antes de que sea pública, es decir, que inclusive se castiga la negligencia por parte del insider, lo que significa que debe existir intencionalidad para que se configure el delito al negociar en base a información privilegiada.

Pero en algunas jurisdicciones como las del Reino Unido o Sudáfrica el insider que transa en base a información privilegiada no pública que consideraba que ya se había divulgado, no es responsable del delito y no recibe sanción alguna.⁹⁵

Por último respecto a la confidencialidad, se puede encontrar otro grave problema respecto de la legítima divulgación de la información derivado de la posibilidad de que profesionales relacionados con la compañía como abogados, contadores y consultores, o a quienes la información confidencial es revelada en el normal curso de sus deberes, transen en virtud de esa información. Esto es complicado ya que los emisores se encuentran en la necesidad práctica de compartir la información confidencial con los profesionales mencionados, ya que el alcance de las personas que tienen que ser privadas del acceso a la información confidencial puede volverse demasiado amplio, y el esfuerzo debe estar dirigido a evitar que estas personas transen en base a esa información.⁹⁶

La materialidad en algunos países en particular, generalmente está definida en referencia a la importancia de la información, al alcance de la información, y a la fuente de la información. Como se analizó en las sentencias del capítulo precedente este es un elemento básico para determinar si se ha incurrido en una conducta de *insider trading*, del cual se deriva la obligación de comunicar la misma o abstenerse de transar.

En la mayoría de países según la Comisión, se examina la materialidad de la información, si al momento que se hace pública puede substancialmente influenciar en el precio de los valores, es así como una vez más nos podemos referir a los casos de SEC v. Texas Gulf Sulphur y Cady, Roberts & Co., en los que la Corte analizó a profundidad si se trataba de información material que debía ser divulgada. Es así como

⁹⁵ Cfr. COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión", p.6

⁹⁶ *Ibidem*

en la regulación de los Estados Unidos la información es material si la persona que está transando en base a la misma puede esperar obtener ganancias o evitar pérdidas. En algunas jurisdicciones la materialidad de la información es evaluada de acuerdo al potencial impacto en el comportamiento de los participantes del mercado.

Otro factor importante para determinar si la información es material tratado por otras jurisdicciones ajenas a la de los Estados Unidos, pero con características comunes si vemos el caso de la SEC v. TGS, es que se mide la materialidad en virtud si un inversionista razonable considera que el hecho material puede influenciar en los precios del valor y en su decisión de transar en el mercado.

El alcance de la materialidad de la información dependiendo de la jurisdicción puede abarcar tres asuntos que determinan esta característica, los cuales están relacionados con los emisores de los valores, los valores y los mercados en general; y un sin número de otros factores externos que pueden afectar la materialidad de la información, es decir, que pueden afectar el precio de las acciones.

3.2.4 El *Insider*

En el criterio de IOSCO al definir al insider realiza una distinción en dos categorías como manifiesta el mismo órgano: “En las definiciones de insider la distinción se desenvuelve entre dos categorías, de insiders: los *insiders* primarios y los secundarios.”⁹⁷ Los *insiders* primarios son aquéllos que obtienen la información desde la fuente y cuentan con el necesario conocimiento para determinar la materialidad de la información. Además se entiende que ellos conocen las consecuencias de negociar con tal información. De ahí que las sanciones impuestas a los *insiders* primarios son normalmente más duras que las que se les impone a los *insiders* secundarios. Generalmente dentro de esta categoría se incluye a directores y supervisores de los órganos administrativos del emisor, y de acuerdo a la jurisdicción se puede incluir a empleados que dan servicios al emisor como abogados, contadores y consultores, y en

⁹⁷ COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión”, op.cit., p.10

algunos otros casos a accionistas con un porcentaje importante paquete de acciones que puede variar del 5% en China al 25% en Hungría.⁹⁸

De acuerdo a la legislación los *insiders* primarios pueden incluir una larga lista de personas, que pueden ser cualquiera relacionada con la empresa como en la regulación paraguaya, o que incluyan inclusive a los miembros de las comisiones de valores como en China. En la regulación de los Estados Unidos como expresa la Comisión, y como pudimos apreciar en las sentencias, el *insider* primario se define en virtud de la existencia de una relación fiduciaria con el emisor.

Los *tipee* son las personas que incurren en la conducta de divulgar la información material de un *insider* a un tercero, con el propósito de que habilite al tercero para que negocie. Se define al *tipee* además como la persona que recibe la información de un *insider* primario. En algunas legislaciones se trata al *tipee* de manera muy similar que al *insider*, ya que se prohíbe que este negocie en base a la información privilegiada otorgada por el *insider*. Esta práctica no está considerada ilegal en todas las legislaciones como por ejemplo en Singapur.⁹⁹

La práctica recomendada por IOSCO es que todas las personas que negocien en base a información privilegiada no pública deberían ser sujetos de sanciones, aunque recalcan que las definiciones muy amplias pueden ser criticadas por personas inocentes, quienes sin el conocimiento de la confidencialidad y materialidad de la información, se convierten en sujeto de penas criminales. Pero el comportamiento de tales inversores generalmente demuestra que ellos tienen el conocimiento de que están transando con información privilegiada.¹⁰⁰

Los *insiders* accidentales son aquéllos que no tienen acceso a la información privilegiada, no son *tipees* que obtuvieron la información por parte de un *insider*, pero que tuvo conocimiento de la información bajo una circunstancia especial. Ejemplos de esta situación puede ser el escuchar una conversación en un ascensor o bar, por medio de un teléfono celular, encontrar documentos en un tacho de basura o recibir un fax enviado a un número equivocado. Generalmente este tipo de *insiders* puede estar cubierto por la definición general y pueden tener la misma responsabilidad que un *tipee*

⁹⁸ COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión”, op.cit., p.10

⁹⁹ *Ibidem*

¹⁰⁰ Cf. COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión”, op.cit., p.12

pero en la medida que conozcan que están negociando en base a información privilegiada. Un caso referente de un “*insider*” accidental lo encontramos en *Chiarella vs. United States*, en el que Chiarella se desempeñaba como supervisor de documentos en un imprenta financiera de Nueva York, que como se desprende del análisis realizado en el capítulo II, él no tenía relación alguna con las compañías, por lo que no existía el deber de comunicar la posesión de la información privilegiada antes de negociar sobre los valores emitidos por las mismas.

3.2.5. Actividades Prohibidas

En el criterio de la Comisión al definir la figura de *insider trading*, una descripción de todas las actividades que caen dentro de la figura es un factor muy importante, porque si la definición es muy corta puede dejar ciertos vacíos, mientras que si la definición es muy amplia puede afectar inclusive a las transacciones legítimas.¹⁰¹ Por otro lado señala que algunos legisladores temen que al definir al *insider trading* están creando un mapa de ruta para el fraude por proveer una guía a los inversores de las actividades que no caen dentro de las prohibiciones legales.

Respecto de la primera opinión concuerdo plenamente con el criterio de la Comisión, porque como nuestra legislación cae dentro de las definiciones muy cortas que presentan vacíos legales, ya que simplemente define la figura y las actividades prohibidas en un artículo único, el cual no brinda ninguna garantía al público inversor, al mercado, ni se otorga competencias para la investigación y control, como lo analizaré a profundidad en el siguiente capítulo.

De igual manera consideramos que una definición muy extensa es peligrosa para los inversionistas porque se corre el peligro que toda actividad de los mismos puedan caer dentro de las conductas sancionadas, lo que también pudiera tener un efecto negativo dentro de la confianza de los inversionistas.

Pero en relación al segundo criterio consideramos que es un miedo infundado por parte del legislador, ya que al regular cualquier tipo de delito y detallar de manera clara las conductas sancionadas se está actuando conforme a los principios generales

¹⁰¹ Cfr. COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión”, op. cit., p.13

del derecho como la seguridad jurídica y la tipicidad de los delitos, no creemos que se crean mapas de ruta para que los posibles infractores busquen la manera de quebrar lo establecido en las leyes, esa es una conducta que siempre existirá y es por eso que el derecho tiende a evolucionar y a acomodarse a los nuevos tipos de conductas delictivas. No obstante es necesario aclarar que los procesos legislativos para regular o sancionar una nueva conducta delictiva, van años atrás desde que las personas han empezado a cometerlos, y únicamente pasan los proyectos de ley que les convienen a los intereses políticos de los legisladores, quedando cientos de casos en la impunidad, o más grave aún se ha tratado de hacer retroactiva la ley para juzgar y sancionar, caso muy evidente de esto en nuestro país es el del delito de lavado de activos.

Es por eso que la Comisión considera que para razones prácticas las regulaciones penales deben ser razonablemente precisas, porque es muy difícil para un juez sancionar penalmente a una persona cuando una definición de la actividad prohibida es vaga, de tal manera que los jueces no podrán determinar ciertamente que acciones son consideradas prohibidas. Si esto ocurre existen dos opciones, la una que un delito cometido por un infractor quede en la impunidad, o por otro lado que se condene a una persona inocente.

Por estas razones el legislador debe ser muy cuidadoso al momento de promulgar leyes y regulaciones que sancionan la práctica del *insider trading*, ya que una vez que se publique la ley o regulación la figura quedará regulada y cualquier falencia que podría suscitar los problemas anteriormente señalados necesitaría de una reforma legal, lo cual implica un nuevo proceso legislativo que puede tomar mucho tiempo dependiendo de la eficiencia del poder legislativo de cada jurisdicción, tiempo en el que se podrían emitir muchas sentencias judiciales equivocadas, incompletas o injustas.

3.2.6. Excepciones

Como se ha venido señalando reiteradas veces la negociación en base a información privilegiada o la divulgación de la misma a terceros bajo ciertas

circunstancias es considerada como *insider trading*, razón por la cual la Comisión detalla ejemplos y excepciones dentro de su reporte, los cuales son los siguientes¹⁰²:

- a) **Hacer pública información en el curso normal de las atribuciones.-**
Es una de las excepciones básicas a la prohibición de la revelación de información privilegiada por parte de un *insider* primario, como los son banqueros, contadores, brokers o abogados que en el curso normal de sus labores, profesión o atribuciones o cuando la revelación de la información es requerida por ley. Generalmente estas personas que reciben ese tipo de información están limitados por leyes de secreto profesional, regulaciones, códigos de conducta, y las compañías generalmente pretenden asegurarse que tales profesionales manejen procedimientos apropiados concernientes al manejo de información privilegiada.
- b) **Operaciones del Estado.-** Las regulaciones del *insider trading* de los Estados Unidos excluyen las transacciones en las que participa el Estado, creadas para proteger la soberanía económica del Estado del alcance de las prohibiciones del *insider trading*. La directiva le otorga inmunidad al Estado, bancos centrales y a las personas que actúan en nombre del Estado por razones relacionadas a las políticas económicas. Algunos países han adoptado provisiones que otorgan inmunidad de ser procesados a las personas descritas anteriormente.
En el caso del Ecuador los funcionarios públicos están incluidos como sujetos de responsabilidad en el manejo de información privilegiada en el artículo 27 de la Ley de Mercado de Valores, la única diferencia que existe respecto de los funcionarios públicos, es que tienen fuero de Corte Superior o Suprema dependiendo el cargo, pero que no es exclusiva en esta materia si no que es una norma general.
- c) **Investigaciones basadas en información pública.-** el objetivo de las investigaciones de inversión es el determinar el valor del mercado para los valores, pero obviamente tales estimaciones del valor de mercado no

¹⁰² COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión”, op.cit., p.16

siempre son exactas. Por esta razón las ventajas que obtiene un inversor de la información detallada de un analista de mercado particular, le puede otorgar una clara ventaja sobre los demás participantes del mercado. Pero la ventaja resultante del trabajo del analista no se relaciona con el uso de información no pública y puede ser duplicada por un analista del mismo nivel, lo que evidentemente no constituye una violación a la regulación del uso indebido de información privilegiada.

Las excepciones nos parecen muy importantes dentro de la figura del *insider trading*, ya que es lógico que existan excepciones derivadas de una regla, caso contrario como ya lo hemos manifestado anteriormente toda conducta basada en el uso o divulgación de información privilegiada sería sancionada.

La primera excepción es coherente en el sentido que los profesionales de ese tipo tendrán constante acceso a información privilegiada en relación a sus actividades profesionales con las compañías, y su responsabilidad se deriva de limitaciones que las mismas empresas crean para evitar este tipo de problemas.

La segunda excepción llega a ser un poco más delicada, sobre todo en países en los cuales los funcionarios del Estado son propensos a prácticas corruptas, como lo es lamentablemente el caso de nuestro país, y haciendo referencia a un caso en particular, el caso Patiño en el cual se pudo denotar ese tipo de práctica o por lo menos existe la evidencia ya que no ha sido procesado o sancionado, por lo que otorgar inmunidad a todos los funcionarios en razón de las políticas económicas puede llegar a ser peligroso, y este tipo de excepción debería responder a la realidad de cada país.

La última excepción es la más lógica y coherente, como se lo pudo ver en el análisis del caso *Chiarella v. United States*, los analistas expertos que obtienen información relevante en virtud del análisis del mercado, refleja la aptitud o habilidad de los mismos para esta tarea, y es una actividad lícita de la cual se pueden aprovechar los inversionistas dispuestos a pagar por estos servicios, para tener un panorama más claro del mercado y tomar decisiones acerca de sus inversiones más inteligentes.

Los aportes del reporte de la Comisión de Mercados Emergentes del IOSCO son muy importantes ya que dan pautas generales e interpretaciones respecto de la

regulación del insider trading basadas en la manera de cómo los diferentes estados han regulado la figura. Destacan los principales elementos a ser tomados en cuenta respecto del alcance que deberían tener las leyes o regulaciones de esta figura, y además señala los elementos a ser tomados en consideración.

El objetivo de este reporte es el de dar la pauta a sus miembros para que regulen este tipo de prácticas que afectan el normal desarrollo del mercado de valores y que afectan al público inversionista. El papel del IOSCO como generador de estándares en materia de regulación de mercados de valores es tratar de que la normativa entre sus miembros sea la más uniforme, y como en el caso del *insider trading*, que las regulaciones sean lo más equitativas y justas posibles, sin ser demasiado amplias ni muy pobres para que de esta manera se otorgue una real garantía al público inversionista y al mercado en general.

En el caso de nuestro país es de vital importancia seguir las recomendaciones del IOSCO en calidad de país miembro, porque lamentablemente la regulación en materia de *insider trading* cae dentro de los parámetros de escasa y pobre, al ser tratada en un solo artículo de nuestra ley de mercado de valores.

3.3. Chile

En la actualidad Chile es uno de los países latinoamericano que goza de una de las economías más prósperas, caracterizada por el crecimiento económico y la estabilidad. Esto no se logró de un día para el otro, Chile como la mayoría de los países de la región experimentaba una fuerte crisis económica e inestabilidad política, pero en la década de los ochentas, por una política de Estado se decidió cambiar el panorama económico y buscar el crecimiento, para esto se decidió entrar en una reforma integral de las instituciones económicas y crear un marco legal que permita que dicho objetivo sea viable.

Entre las principales reformas encontramos las reformas al sistema bancario y al mercado de valores, el principal objetivo era que mediante estas reformas se pueda tener un marco jurídico que garantice el desarrollo de estas instituciones para brindar estabilidad a la economía, y a su vez atraer la inversión extranjera. Los resultados

fueron los deseados y en la actualidad están claramente reflejados en los indicadores económicos.

Es por esto que el mercado de valores de Chile es una referencia a nivel regional, y por lo tanto la normativa que lo regula y los órganos de control como la Superintendencia de Valores y Seguros, son un modelo a seguir.

En la materia que nos compete, es decir, en cuanto a la regulación del *insider trading*, encontramos que la normativa chilena ya promulgó dicha regulación en el año de 1994, la influencia del derecho comparado es notoria, pero lo importante es analizar como se la ha aplicado y su alcance, a continuación se analizarán los aspectos más importantes de la misma contenidos en la ley y en un caso de gran impacto que es muy actual, el caso de Piñeira-LAN, en el que se analizará la resolución tomada por la Superintendencia de Valores y Seguros SVS.

La utilización de información privilegiada o *insider trading* es un delito tipificado en la Ley Orgánica Constitucional N° 18.045 del Mercado de Valores publicada en 1981, modificada por la Ley N° 19.301 en 1994, la cual introduce la figura de la utilización de la información privilegiada en el Título XXI de la ley en sus artículos 164 en adelante.

En el artículo 164¹⁰³ se da una definición de los que se entiende por información privilegiada, la cual como podemos notar está apegada a los conceptos generales de información privilegiada o material que ya ha sido analizados, es decir, la información referida a uno o varios emisores de valores no divulgada al mercado y cuyo conocimiento es capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, y otorga un alcance adicional al determinar que también se entiende como información privilegiada a la que se tiene de las operaciones de adquisición y enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores.

¹⁰³ **Artículo 164.** - Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley.

También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores.”

El deber de guardar reserva y de no transar en virtud a información privilegiada se encuentra establecido en el artículo 165¹⁰⁴, en el que se detalla que la información privilegiada no podrá ser utilizada para evitar pérdidas u obtener ganancias, así como recomendar a terceros para que realicen transacciones en base a la misma. En este artículo se establece una excepción muy importante al determinar que los intermediarios de valores que tengan información privilegiada podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros no relacionados a ellos, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor, es decir, que les permite transar cuando tienen conocimiento de información privilegiada pero en el caso de que no recomienden dicha transacción.

En el artículo 166 se especifica que personas se presume que tienen acceso a información privilegiada, en la que se abarca un gran rango de personas relacionadas ya sea de manera directa o indirecta con los emisores, intermediarios de valores, sociedades auditoras, calificadoras de riesgo, personas que prestan servicios profesionales, los funcionarios públicos de las instituciones que fiscalicen a los emisores, y los cónyuges y parientes hasta segundo grado de consanguinidad.

Como podemos apreciar la norma incluye a varias categorías de personas, en las que podemos destacar que tanto *insiders* primarios, secundarios, funcionarios públicos e inclusive familiares. La categoría de los familiares es un tipo de innovación en las

¹⁰⁴ **Artículo 165.** - Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

Asimismo, se les prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores. Igualmente, se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que tengan la información privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros no relacionados a ellos, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor.”

Para los efectos del inciso segundo de este artículo, las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la adquisición o enajenación, con independencia de la fecha en que se registren en el emisor.

regulaciones, pero que bien podrían ser vinculados bajo las regulaciones de los Estados Unidos.

En los artículos siguientes se realizan aclaraciones acerca de la responsabilidad que tiene cada uno de las personas anteriormente, obligaciones de información, y de manejo de la información.

En el artículo 172 se establece el derecho que tienen todas las personas perjudicadas por actuaciones que impliquen infracciones a las disposiciones contenidas en la ley, de demandar la indemnización en contra de las personas infractoras. Además se establece la obligación de entregar en beneficio fiscal toda la utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de las transacciones de valores.

Por último establece que quien infrinja el artículo 169 será responsable civilmente de los daños ocasionados al cliente respectivo o a los fondos en su caso, sin perjuicio de las sanciones penales y administrativas que correspondan.

La sanción penal por el uso, revelación y divulgación privilegiada es de la pena de presidio menor en cualquiera de sus grados, es decir, de 61 días a 5 años¹⁰⁵ de acuerdo al artículo 60¹⁰⁶ de la Ley N° 18.045, en donde además están tipificadas las conductas referentes a la información privilegiada.

¹⁰⁵ BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL DE CHILE, *Uso de Información Privilegiada: La relación entre política y empresa en debate*, serie de estudios N° 4/2007, responsable: Mauricio Amar, disponible en: www.congreso.cl, consultado: 17 de enero del 2008.

¹⁰⁶ **Artículo 60.** - Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados:

d) Los socios, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición en las sociedades clasificadoras, tenga acceso a información reservada de los emisores clasificados y revele el contenido de dicha información a terceros, y

e) Las personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada;

g) El que valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública;

h) El que revele información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública;

A las personas a que se refieren las letras b), e), f), g), h), i) y j), precedentes, se les aplicará accesoriamente la pena de inhabilitación a que se refiere el inciso segundo de la letra f) del artículo anterior.

A continuación para poder entender de mejor manera como esta ley es aplicada y las atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros, analizaré el caso LAN-Piñera.

3.3.1. Caso LAN- Piñera.

La Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), órgano competente en Chile para regular el mercado de valores, en uso de sus atribuciones inició una investigación por la compras de acciones de Lan Airlines S.A. (LAN) que se iniciaron el 24 de julio del 2006, las cuales fueron efectuadas por Inversiones Santa Cecilia S.A., sociedad cuyo principal accionista y director es Sebastián Piñera, quién además a esa fecha era director de LAN.

Esta investigación se la inició en base a los hechos ocurridos a partir del 24 de julio del 2006, cuando posterior a la aprobación de los estados financieros de LAN en sesión de directorio, en la cual se encontraba Sebastián Piñera, se acordó repartir un dividendo provisorio de USD 0.15071, esta sesión terminó a las 15:30 horas. A las 15:59, Inversiones Santa Cecilia S.A. junto con Inversiones Mineras del Mar Cantábrico S.A. realizaron compras de acciones de LAN correspondientes a 3.000.000 de acciones y 250.000 acciones respectivamente a un valor de \$3.280 cada una en una jornada en que el precio de la primera transacción fue de \$3.270 y el cierre de la misma fue de \$ 3.285. La compra realizada por Inversiones Santa Cecilia alcanzó un monto equivalente a US\$ 18.000.000, que representaba un porcentaje de 0.9% de las acciones emitidas por LAN¹⁰⁷.

Al día siguiente el martes 25 de julio a las 16:40 horas los informes financieros de LAN se hicieron públicos mediante su remisión a la SVS, las bolsas de valores de Chile, y al mercado internacional. En ese momento el mercado ya se encontraba cerrado, por lo que solo a partir del 26 de julio el mercado pudo conocer la información contenida en los estados financieros y operar con conocimiento de ella. El precio de cierre de la acción de LAN durante esa jornada fue de \$3.370, la diferencia

¹⁰⁷ Cfr. SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, *Res. Exenta N° 306, 06/Julio/2007, SVS, Ref. Aplica Sanción al Señor Sebastián Piñera Echenique*, disponible en: www.svs.cl/documentos, consultado: 10 de enero de 2008.

entre el precio pagado por Inversiones Santa Cecilia y el precio de cierre del día martes 25 de julio fue de 2,74%.

El miércoles 26 de julio el precio de la primera transacción sobre acciones de LAN en la Bolsa de Santiago fue verificado en \$ 3.390. A las 13:03 horas mediante el envío de los documentos correspondientes se informó oficialmente a las bolsas de valores y a la SVS de las compras realizadas por Inversiones Santa Cecilia e Inversiones Mineras del Mar Cantábrico, siendo el precio de la última transacción verificada en la Bolsa de Santiago, previo a esa información de \$ 3.440, y el precio de cierre de esa jornada fue de \$ 3.520. Lo que representó una diferencia entre el precio pagado por Santa Cecilia y el último precio antes de la comunicación oficial de 4.88%.

En virtud de los antecedentes señalados en los que se pudo establecer de manera clara que Sebastián Piñera “no observó el deber de abstención que pesa sobre quien tiene acceso a información privilegiada, consistente en no adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales se posea información privilegiada, transgrediendo lo dispuesto en la parte final del inciso 1º del artículo 165 de la Ley Nº 18.045...”¹⁰⁸, la SVS formuló cargos en su contra el 10 de enero del 2007.

La defensa de Piñera en su respuesta a la circular mediante la cual se le informó de los cargos en su contra, destacan los antecedentes de la Ley Nº 19.301 mediante la cual se incorporaron los principios generales en materia de información privilegiada en la Ley 18.045, en los que de la historia del establecimiento de ley resaltan la opinión del Superintendente de la época quién “señaló al Senado que la información privilegiada constituía una de las instituciones más importantes dentro del Mercado de Valores, precisando que uno de los objetivos fundamentales correspondía a *impedir el uso de la misma* y que uno de los objetivos es *evitar su uso indebido mediante el provecho propio de terceros con la finalidad de obtener ventajas económicas o evitar pérdidas en su caso*”¹⁰⁹

De igual manera al continuar con los antecedentes de la ley, argumentan que las reformas introducidas se inspiraron en los modelos del derecho comparado, como el que rige al mercado norteamericano, el cual sanciona a quien se aprovecha ilícitamente de una información no divulgada y el modelo diseñado por las directivas del Consejo y

¹⁰⁸ SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, *Res. Exenta Nº 306, 06/Julio/2007, SVS, Ref. Aplica Sanción al Señor Sebastián Piñera Echenique*, op. cit.

¹⁰⁹ *Ibidem*

el Parlamento Europeo el cual sanciona la utilización y explotación de información privilegiada. Destacan el elemento contenido en el sistema norteamericano de la figura de *insider trading* al señalar que se encuentra construido sobre la base de una estructura subjetiva, en la cual, para que una información sea calificada de privilegiada, no sólo es imprescindible que el insider posea la respectiva información, sino que la use y que dicha utilización se efectúe con ánimo de obtener alguna ventaja.

Los bienes jurídicos protegidos por la Ley de Mercado de Valores con la regulación de la información privilegiada son fundamentalmente la fe pública y la transparencia en el mercado de valores, tutela que se consigue con la prohibición de utilizar información privilegiada y evitando su revelación. En conclusión, “sostienen que los objetivos de la normativa contenida en el artículo 165 de la LMV consisten en evitar el uso indebido de información privilegiada, mediante el provecho propio o de terceros, con la finalidad de obtener ventajas económicas o pérdidas, y así resguardar la fe pública y la transparencia en el mercado de capitales por el título XXI de la LMV. Para ello, la ley establece una regulación que prohíbe el uso de información privilegiada y a su vez impone el deber de no revelarla”

Concluyen expresando que para que se configure la infracción a la prohibición del uso de información privilegiada es indispensable que la información reúna los requisitos del artículo 164 de la LMV y que concurra la intencionalidad por parte de aquél que accede a la información privilegiada de explotarla, mediante cualquier tipo de operación, con los valores a que dicha información se refiere, en beneficio propio o ajeno. Respecto de lo cual señalan que del mérito propio de la Oficina de Cargos de la SVS se puede determinar que no concurren dichos presupuestos, porque se desestimó la existencia de intencionalidad en las compras bajo análisis, razón por la cual no se configurarían los presupuestos de la prohibición del artículo 165.

A continuación argumentan que la legislación no prohíbe que los administradores de una sociedad inviertan en su empresa, y que las adquisiciones de las acciones de LAN respondían a la aplicación de un modelo de compra consistente con las políticas históricas aplicadas a las acciones de LAN. Además señalan que se ha violado el principio de tipicidad porque las conductas de Piñera no se encuentran

sancionadas en la LMV, y su culpabilidad ha sido establecida mediante la aplicación del principio de responsabilidad objetiva.

Por último la defensa de Piñera señaló que los informes financieros de LAN no contenían ningún hecho o antecedente relevante que hubiese podido afectar de alguna manera el precio de las acciones en el mercado, por lo que tal información no era privilegiada, y que las variables con mayor incidencia en las operaciones de LAN son de público conocimiento, y que son difundidos por la empresa mensualmente.

La SVS en su análisis de los descargos y fundamentos de su resolución, señala que al haberse fundado la defensa de Piñera en controvertir el tercer requisito contemplado en el artículo 164, es decir, que de la naturaleza de los estados financieros era tal que podía influir en la cotización de los valores, por lo que empiezan su análisis dilucidando si los estados financieros podían ser considerados como información privilegiada.

En base a la normativa que regula la información privilegiada, la SVS determina que para que una información sea catalogada de privilegiada, de ser idónea para afectar la cotización de los valores a que se refiere, esto es, que por su naturaleza tenga la aptitud, capacidad o “potencialidad” de influir en ella. “Es decir, basta con que la información no divulgada por el emisor tenga la potencialidad o idoneidad señalada para que posea el carácter de privilegiada siendo dicha idoneidad el único requisito de relevancia o esencialidad exigido por la norma para tal efecto.”¹¹⁰

Este es un elemento de gran importancia dentro del alcance de la norma, porque como pudimos apreciar en los argumentos presentados por la defensa del acusado se trata de interpretar la norma para darle un alcance restringido y favorable a los intereses del *insider*, tratando de que el deber de divulgar información privilegiada y de no transar en base a la misma quede limitado al hecho de que la información de hecho haya afectado el valor de la norma.

Y como se desprende del análisis del órgano de control basta con que la información sea idónea de afectar el valor para que sea considerada como privilegiada, en relación a este elemento podemos citar la sentencia en el caso SEC v. Texas Gulf

¹¹⁰ Superintendencia de Valores y Seguros, Res. Exenta N° 306, 06/Julio/2007, SVS, Ref. *Aplica Sanción al Señor Sebastián Piñera Echenique*, op. cit.

Suphur, en el que los acusados trataron de argumentar algo muy parecido al determinar que la información que se desprendía del comunicado de prensa no había tenido gran relevancia en el valor del mercado, pero la corte determinó que se trataba de información material ya que influyó en el criterio de un inversionista razonable para tomar decisiones respecto de sus inversiones, lo que demostraba que si podía influir en el precio del mercado de las acciones.

Un estado financiero es el medio por el cual una empresa da a conocer de manera racional, sistemática, coherente y conforme las normas contables generalmente aceptadas en las que se refleja su situación financiera. En este se refleja entre otras cosas los recursos que tiene la empresa para el desarrollo de su actividad económica, así como las ganancias y pérdidas experimentadas, lo cual se constituye como información esencial para la valorización de la compañía, los que llegan a ser determinantes en la cuantificación y determinación de los instrumentos representativos de una compañía que se transa en Bolsa. Por esta razón la SVS considera que estos factores le otorgan a la publicación de estados financieros al público inversionista la idoneidad que se configura como requisito para considerar a una información como privilegiada, y el desconocer dicha calidad a los estados financieros resulta ajeno a la misma teoría financiera.

En relación a lo anterior la SVS determina que sobre la base de una construcción en abstracto, “una persona razonable que participa en el mercado de valores, le asigna relevancia y factor preponderante en sus decisiones de inversión a la entrega de información financiera anual y trimestral contenida en los estados periódicos.”¹¹¹ Y si a esto se le suma la experiencia se puede determinar que la publicación de los estados financieros de las compañías que se cotizan en Bolsa, genera una expectativa en el mercado capaz de postergar las decisiones de inversión hasta la divulgación de los mismos.

Como podemos notar existe una plena concordancia entre el criterio de la SVS en esta resolución con el análisis de la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso anteriormente citado, lo que nos demuestra que los elementos presentes en la

¹¹¹ Superintendencia de Valores y Seguros, *Res. Exenta N° 306, 06/Julio/2007, SVS, Ref. Aplica Sanción al Señor Sebastián Piñera Echenique*, op. cit.

regulación del insider trading tienden a ser uniformes y aplicables en diferentes jurisdicciones.

Una vez que los estados financieros son aprobados por el directorio de una compañía anónima la información contenida en los mismos se transforma en oficial y cierta. Y quién conoce información cierta acerca de una compañía le sitúa en una situación de privilegio respecto de los demás participantes del mercado hasta que sea pública. Todo el contenido de los mismos tiende a ser relevante, obviamente junto con los otros factores externos que puedan afectar la cotización de las acciones en el mercado, pero ese es el motivo que la mayoría de regulaciones y órganos reguladores han dispuesto mecanismos formales de entrega y divulgación de estados financieros.

Por las razones expuestas y en virtud a la definición de información privilegiada del artículo 164 de la Ley N° 18.045 en cuanto a la aptitud, la SVS concluye que no se puede esperar a que se verifique a la postre si la divulgación de los estados financieros produjo un cambio en el valor de las acciones. En virtud de lo anterior el argumento de la defensa de querer determinar la afectación real de la información en el valor de las acciones se aleja de la definición, de ahí que no necesariamente tiene que ocurrir la afectación sino que basta que objetivamente haya podido influir.

La SVS en su resolución además analiza el deber de abstención o prohibición de adquirir valores sobre los que se posea información privilegiada contenido en el artículo 165 de la Ley N° 18.045, del cual determina tres figuras infraccionales a saber¹¹²:

- a) Deber de reserva de la información privilegiada: consistente en la obligación de confidencialidad de la información que la ley hace pesar sobre cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, tendiendo en consecuencia el deber de no divulgar dicha información a terceros ni recomendar transacciones sobre esos valores.

¹¹² Superintendencia de Valores y Seguros, *Res. Exenta N° 306, 06/Julio/2007, SVS, Ref. Aplica Sanción al Señor Sebastián Piñera Echenique*, op. cit.

- b) Prohibición de uso de la información privilegiada: referida a la prohibición de que quien tenga acceso a información privilegiada, la utilice en beneficio propio o ajeno.
- c) Deber de abstención o prohibición de adquirir valores: relativa a la prohibición que pesa sobre quien en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada para poder adquirir, para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales se posee dicha información de carácter privilegiado.

Razón por la cual la conducta de Piñera se encuentra plena y completamente descrita dentro de las conductas prohibidas, más aún cuando el papel que el desempeñó en dichas transacciones por más de 18 millones de dólares, las realizó en calidad de miembro del directorio de LAN y de Inversiones Santa Cecilia, conducta prohibida y sancionada por la ley, como la SVS manifiesta en su resolución “ello, por cuanto siendo función elemental de la facultad punitiva de la Administración prevenir conductas que lesionen los bienes jurídicos bajo su tutela, el fundamento de tal prohibición reside precisamente en la necesidad que quienes tienen acceso a información privilegiada no realicen acciones capaces de vulnerar la transparencia, simetría y competitividad del mercado de valores que requiere para funcionar adecuadamente y constituirse en el pilar de la actividad económica nacional”¹¹³ En este argumento de SVS se refleja la intención legislativa de la regulación de la información privilegiada y además se resalta la importancia para la economía el sancionar este tipo de conductas.

Es interesante como en la cita anterior se pueden desprender dos elementos muy importantes para el desarrollo y alcance de la regulación de la información privilegiada, el primero en relación a la facultad punitiva de la administración para sancionar conductas que lesionen bienes jurídicos bajo su tutela, es decir, el poder sancionador de la Administración. Y en el segundo en el que se destacan los principios

¹¹³ Superintendencia de Valores y Seguros, *Res. Exenta N° 306, 06/Julio/2007, SVS, Ref. Aplica Sanción al Señor Sebastián Piñera Echenique*, op. cit.

del mercado perfecto y eficiente caracterizado por la transparencia, simetría y competitividad, como se analizó en el primer capítulo, pero ya en una resolución de un órgano regulador como la SVS, con lo que queda demostrado como la teoría del mercado de valores se refleja en las leyes que lo regulan.

Por último la SVS determina que “la falta de diligencia y cuidado ha quedado de manifiesto en el proceso administrativo, ya que nada en éste indica que el señor Piñera Echenique haya tomado medidas o resguardos necesarios para evitar que se produjeran, casual, inadvertida o erróneamente, compras de acciones sujetas a la prohibición legal”¹¹⁴ Una vez más podemos citar uno de los casos de la jurisprudencia norteamericana en el que se encuentran elementos muy similares, como lo es el caso de Cady, Roberts & Co., en el que algunos de los acusados quisieron argumentar buena fe al momento de ordenar la compra de acciones por supuesto desconocimiento de que la información aun no había sido divulgada por problemas técnicos, pero los jueces en su sentencia determinaron que ellos debían tomar las precauciones necesarias en su calidad de *insiders* para transar una vez que la información haya sido divulgada. Por tanto, según la opinión de la SVS sólo cabría excusarse de la infracción cometida acreditando que la conducta estuvo motivada por caso fortuito o fuerza mayor, lo cual no fue demostrado en este caso.

Es por estas razones que la Superintendencia de Valores y Seguros, en virtud de la investigación realizada por el acusado determinó la violación de los artículos 164 y 165 de la Ley N° 18.045, por lo que transgredió los deberes de reserva de información privilegiada, prohibición de uso de información privilegiada y deber de abstención y prohibición de adquirir valores, por lo que se la aplicaron las sanciones correspondientes.

De esta manera hemos podido realizar un análisis de la regulación de información privilegiada contenida en la legislación chilena, en el que se ha podido analizar tanto la parte normativa como un caso de gran trascendencia en su país y en el mercado internacional, ya que se trata de una empresa que cotiza en las bolsas de valores internacionales y de una de las figuras empresariales y políticas más relevantes de Chile como lo es Sebastián Piñera.

¹¹⁴ *Ibidem*

Podemos concluir que esta regulación tiene una gran influencia del modelo norteamericano del *insider trading*, contenidos en la ley como en los criterios del órgano regulador, como se ha recalcado en los puntos pertinentes, y además del manejo del alcance de la regulación el cual se encuentra en concordancia con los criterios del IOSCO analizados anteriormente en este mismo capítulo, lo que demuestra un aceptable grado de unidad en la regulación de la información privilegiada, lo cual podría ser favorable para adoptar un modelo que se pueda ajustar a las exigencias de nuestro mercado de valores.

3.4. Análisis comparativo sistema probatorio

FERNANDO GABRIEL FALASCA en su artículo denominado “Análisis Comparativo del sistema probatorio en materia de Insider Trading en Argentina y U.S.A.”, realiza un interesante análisis respecto del manejo e interpretación de las pruebas en los casos de *insider trading*.

La problemática respecto al tema probatorio surge a partir del análisis del tratamiento que se les da a las pruebas colectadas a lo largo de los procesos de investigación y juzgamiento a fin de determinar la configuración de conductas punibles, “siendo que en este tipo de infracciones resulta en la mayoría de los casos más que difícil probar en forma fehaciente la realización de actividades que los órganos de control sancionan”¹¹⁵

La dificultad probatoria surge de la naturaleza misma del *insider trading*, debido a que se trata de sujetos que se aprovechan de información privilegiada no divulgada en virtud de su cargo o posición dentro de una empresa, por lo que al revelar, recomendar o negociar en base a la misma, se mantiene el carácter de reservado, y es muy difícil poder establecer el momento de las negociaciones más aún cuando no las realiza el *insider* directamente. Y más aún si tenemos en consideración que las ordenes de compra o venta de los valores pueden ser realizadas por vía telefónica, personal o por cualquier

¹¹⁵ F.FALASCA, *Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de “Insider Trading” en Argentina y U.S.A.*, op. cit., p.5

otro medio electrónico, sin que estén presentes testigos que puedan corroborar con la infracción.

FALASCA en su análisis cita como ejemplo de criterio amplio en materia probatoria de los Estados Unidos, el establecido en el caso Estados Unidos de América c/ Mc. Dermott, James J. Jr. En este caso Mc. Dermott que se desempeñaba con consejero delegado de un banco de inversión norteamericano, fue condenado a 8 meses de prisión y al pago de una multa de 25.000 dólares por uso de información privilegiada.¹¹⁶

En este caso los cargos fueron establecidos en virtud de la acusación de que Mc. Dermott había pasado información privilegiada sobre cinco fusiones bancarias a su ex amante durante el lapso que duró su relación sentimental. En este período la ex amante de Mc. Dermott, Kathryn Gannon una actriz de cine porno, recibió una serie de recomendaciones financieras, que las transmitió a su otro amante Anthony Pomponio, gracias a las cuales sin tener experiencia alguna en transacciones bursátiles obtuvieron una ganancia de 170.000 dólares. Las pruebas aportadas en el caso fueron de carácter circunstancial, ya que se basaron en una serie de llamadas telefónicas entre los acusados y documentos que demostraban las transacciones bursátiles.

La defensa del acusado en la apelación se basó en el hecho de que consideraban que el estado no había aportado elementos racionales que acrediten la existencia del delito más allá de la duda razonable. La interpretación del tribunal respecto a ese argumento fue que resultaba insuficiente para condenar a Mc. Dermott por conspiración, pero que era suficiente para condenarlo por *insider trading*.

Del análisis de las pruebas no se pudo establecer fehacientemente que el acusado le había pasado la información a su ex amante, y además que no conocía de la existencia de Pomponio quien realizó las transacciones.

Pero el tribunal en su decisión en base a las pruebas otorgadas pudo determinar que, por la relación amorosa entre Mc. Dermott y Gannon estos mantuvieron una incesante serie de conversaciones telefónicas; que Gannon era una persona sin ningún conocimiento en transacciones bursátiles, que abrió una cuenta a tales efectos con

¹¹⁶ F.FALASCA, *Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de "Insider Trading" en Argentina y U.S.A.*, op. cit., p.7

dinero proporcionado por su amante; que en el transcurso de la relación Gannon realizó 21 operaciones bursátiles, en las cuales a pesar de ser una principiante tuvo bastante éxito; y que las conversaciones fueron contemporáneas al tiempo que se realizaron las transacciones bursátiles.

En base a esas pruebas se dictó la sentencia condenatoria, y en uno de los considerandos que citados por FALASCA, el Tribunal determina que: “en este tipo de procesos por la naturaleza del delito y siendo que por general se discute información privilegiada y de difícil acceso, es admisible que la condena se base en pruebas circunstanciales”¹¹⁷ Lo que demuestra que por la dificultad de acreditación plena de las pruebas, basta con pruebas circunstanciales para inferir presunciones sobre la forma en que se desencadenaron los hechos, y en consecuencia darlas por válidas y suficientes al momento de dictar sentencia en base a las mismas.¹¹⁸

En contraposición de la interpretación de las pruebas circunstanciales en la jurisprudencia norteamericana, FALASCA nos presenta el único precedente jurisprudencial que se puede encontrar en Argentina, el de la “Comisión Nacional de Valores s/asunto: Establecimiento Modelo Terrabusi s/ Transferencia de Paquete accionario a Nabisco”.

En este caso se imputó a una serie de personas de “haber realizado negocios incompatibles con la posición que ocupaban en el Establecimiento Modelo Terrabusi S.A., transgrediendo las normas que sancionan el uso indebido de información relevante y no pública a las que tenían acceso, relacionada con la operatoria en curso de negociación referida a la transferencia del paquete accionario mayoritario a Nabisco”¹¹⁹. En este caso uno de los imputados Gilberto Montagna familiar del resto de imputados, se encontraba negociando las condiciones de venta del paquete accionario mencionado anteriormente, a la vez que en forma simultánea, estos realizaron por sí o por terceros operaciones de compra y venta de acciones de la misma firma en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Los imputados fueron encontrados culpables por la Comisión Nacional de Valores y la Cámara de Apelaciones de lo

¹¹⁷ F.FALASCA, *Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de “Insider Trading” en Argentina y U.S.A.*, op. cit., p.10

¹¹⁸ Cfr. F.FALASCA, *Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de “Insider Trading” en Argentina y U.S.A.*, op. cit., p.11

¹¹⁹ *Ibidem*

Comercial confirmó el contenido de la resolución, en la que se imponía una multa a los mismos.

El criterio del Fiscal de la Cámara citado por FALASCA es el siguiente: “en este tipo de figura la infracción no requiere la efectiva alteración del mercado mobiliario, sino que la agresión al bien jurídico tutelado se produce cuando existe la mera posibilidad de que el uso de información privilegiada altere la *pars conditio*, pues la norma contempla una infracción de peligro abstracto, que no requiere que la conducta descrita tenga un efecto negativo sobre la cotización”¹²⁰. Para sostener la acusación el Fiscal expresó que la determinación de la Comisión no es producto de una concatenación arbitraria de presunciones, sino que la conclusión se apoya en testimonios sobre los cuales no cabe dudar y de inferencias lógicas derivadas de los hechos comprobados en la causa.

Como podemos ver el criterio del Fiscal concuerda con lo establecido por los tribunales de los Estados Unidos en relación al uso de pruebas circunstanciales en los casos de *insider trading*.

Pero una vez que el se interpuso recurso ante la Corte Suprema de Justicia Argentina, el Procurador General de la Nación señaló que “se realizan afirmaciones con fundamento en hechos no acreditados con el referido rigor en autos y que en verdad, no logran sino construir meras inferencias opinables, no susceptibles de considerarse como una acabada prueba de presunciones que, por su gravedad, concordancia y precisión, permitan tener por acreditadas las conductas que se imputan”¹²¹. Por esta razón consideró además que en ese caso se necesitaba de una acreditación más suficiente, ya que no podía estar reducida a una mera especulación, porque estaba en juego la imposición de sanciones de suma gravedad, y siempre en el ámbito de una “figura punitiva novedosa”.

En síntesis en criterio del Procurador General en este caso el órgano de control mediante las pruebas presentadas no pudo probar que “Montagna haya transmitido la información relevante del precio base y de cierre a socios parientes o conocidos, que los restantes imputados hayan corroborado tal afirmación, que los mismos se hallaban

¹²⁰ F.FALASCA, *Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de “Insider Trading” en Argentina y U.S.A.*, op. cit., p12

¹²¹ *Ibidem*

impedidos de negociar sus acciones por el citado conocimiento, que hayan influido en la cotización bursátil con su comportamiento en el mercado, ni de ello se haya derivado un perjuicio a los accionistas, a la confiabilidad del mercado o al comprador de las acciones”¹²². Es decir que en su criterio el Procurador no consideró que el hecho que Montagna sea quien estaba negociando la venta del paquete accionario mayoritario, y que él por medio de un tercero y sus familiares accionistas hayan realizado transacciones a la vez, haya constituido una violación las leyes del manejo y uso de información privilegiada, razón por la cual se debía revocar el fallo del Cámara de Apelaciones.

La Corte Suprema en su fallo entendió que:

“la Cámara de Apelaciones al remitirse *in totum* al dictamen del Fiscal, no se hizo cargo de los agravios expresados por los sumariados, *prima facie*, conducentes a resolver, en definitiva sobre las responsabilidad imputada a los recurrentes por la comisión de la infracción del *insider trading*, y que con respecto al ingeniero Montagna, consideró que habiendo estado en conocimiento de la información —por haber intervenido en la operación— y por haber actuado en el mercado a nombre de un tercero, mientras aquella no se había hecho pública, pero sin resolver si el sumariado había actuado como comisionista o como simple mensajero, cuestión esta que necesariamente debió ser objeto de un examen previo para llegar a aquella afirmación.”¹²³

Por estas razones la Corte Suprema decidió descalificar el fallo apelado y concedió la causa, es decir, se libro de cualquier sanción a los imputados de este caso, y además se constituyó como el único precedente jurisprudencial en Argentina.

Del análisis realizado por FALASCA respecto al sistema probatorio podemos concluir que en el caso de los Estados Unidos en virtud de la dificultad de obtener

¹²² F.FALASCA, *Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de “Insider Trading” en Argentina y U.S.A.*, op. cit., p.13.

¹²³ *Ibidem*

pruebas fehacientes en los casos de *insider trading*, la interpretación de las pruebas circunstanciales han tenido un importante desarrollo tendiente a sancionar a los infractores, en el que solo mediante el contacto telefónico en el caso de Mc. Dermott, se establecieron los cargos y la sentencia condenatoria. Mientras que la Corte Suprema Argentina consideró que mediante el análisis de pruebas y hechos circunstanciales no se probó de manera fehaciente que los imputados habían violado las normas del uso indebido de información privilegiada, aún cuando estos a simple vista demostraban la configuración de la infracción.

De esta manera podemos ver claramente las diferencias que existen en el desarrollo jurisprudencial del sistema anglosajón y el romano continental que es el que rige a América Latina. Como analizamos en el capítulo precedente, la jurisprudencia norteamericana en base a sus fallos y precedentes han sido las que han desarrollado y establecido los principales elementos en base de los cuales se juzga, interpreta y sanciona las infracciones referidas a la figura del *insider trading*, derivadas de la facultad que tienen los jueces y tribunales norteamericanos de ir creando derecho a partir de sus decisiones y sentencias, sobre todo en el caso de nuevas figuras que se han ido regulando a lo largo de la historia por las necesidades que presenta la sociedad y el derecho.

Mientras que en nuestro sistema basado en leyes positivas contenidas en leyes y códigos, prevalece el hecho de que la conducta de un imputado se ajuste al contenido del texto legal, en base de cual se juzgará y además se interpretarán las pruebas. De esta manera es como el órgano judicial de la Argentina realizó su interpretación y absolvió de responsabilidad a los acusados, que en los Estados Unidos hubiesen recibido una condena inclusive mayor que la de Mc.Dermott.

Como es de conocimiento común la necesidad de la norma positiva, del tipo penal y de la sanción contenida en un artículo de la ley han frenado el desarrollo del derecho en los países latinoamericanos durante toda su historia, en el que se necesita en la mayoría de casos que las funciones legislativas reformen la ley, con todo lo que implica un proceso de aprobación o reforma de normas en los diferentes Congresos o Parlamentos, para poder sancionar una nueva conducta que afecte contra bienes jurídicos protegidos, como en este caso el mercado, y que en muchas ocasiones

presentan muchos vacíos legales, que no pueden ser subsanados por las cortes y tribunales, por no contar con la norma positiva.

En el caso de nuestro país únicamente los fallos de triple reiteración de la Corte Suprema adquieren fuerza de ley, es decir, que solo en ese caso deberán ser aplicados obligatoriamente en las sentencias de las cortes y tribunales inferiores. Lo que quiere decir que en caso de que no se cumpla este requisito bien los jueces y tribunales inferiores podrían aplicar o no un criterio contenido en una sentencia de la Corte Suprema, aún cuando es el órgano superior en la administración de justicia en nuestro país.

Y en el caso de nuestro país que ni siquiera existe una sanción por parte de los órganos de control, de que manera se podría pensar que futuras sentencias y fallos de las cortes y tribunales desarrollen la regulación de la figura del *insider trading*, cuando en la actualidad dicha regulación se encuentra contenida en un artículo único de la Ley de Mercado de Valores, el cual además presenta una serie de vacíos legales como se analizará en el próximo capítulo.

CAPÍTULO IV

REGULACIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO. SITUACIÓN ACTUAL

4.1. Objetivo y ámbito de aplicación de Ley de Mercado de Valores

El Mercado de Valores en nuestro país se encuentra regulado por la Ley N° 107 de 1998 conocida como la Ley de Mercado de Valores, el objetivo de la ley está manifestado en el artículo 1 de la misma, el cual establece que “el objeto de la ley es el de promover un mercado de valores, organizado, integrado, eficaz y transparente, en el cual la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.”¹²⁴ Como notamos en el primer inciso del artículo 1 de la Ley de Mercado de Valores, el objetivo de la ley es ajustarse a los principios generales del mercado perfecto y eficiente al señalar los elementos del mismo en el texto de la ley.

En el segundo inciso del artículo citado se menciona el ámbito de aplicación de la ley, el cual “abarca el mercado de valores en su segmento bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y

¹²⁴ Ley de Mercado de Valores, Art. 1.

demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores.¹²⁵ Además se incluyen como sujetos de aplicación de la ley, al Consejo Nacional de Valores y a la Superintendencia de Compañías, a los cuales se les otorga la atribución de órgano regulador y de control, respectivamente.

Es importante destacar el objetivo y ámbito de aplicación para de esta manera entender el alcance que tendrán las regulaciones que se analizarán en este capítulo, en el que se estudiará la regulación que esta ley otorga a la figura de la información privilegiada.

4.2. Manejo de la información en el Mercado de Valores ecuatoriano

La regulación pertinente a la información se encuentra en el Título VI de la LMV, el cual en el artículo 24 determina que se establece como el objetivo de la información en el mercado de valores, el garantizar la transparencia del mercado, para lo que se establece la obligación a los participantes del mercado de registrarse y mantener actualizada la información requerida por la ley y sus normas complementarias.

El artículo 18 de la LMV establece la creación dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro del Mercado de Valores, en el cual los participantes del mercado tienen que cumplir con la obligación establecida en el artículo precedente, inscribiendo la información pública respecto de los emisores, los valores y demás instituciones reguladas por la ley. En este artículo se establece que la inscripción en el registro del mercado de valores, es el requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse¹²⁶:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
4. Los operadores de las casas de valores;
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;

¹²⁵ Ley de Mercado de Valores, Art. 1.

¹²⁶ Ley de Mercado de Valores, Art. 18

6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación;
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;
9. Los valores producto del proceso de titularización;
10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;
12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,
14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

El Consejo Nacional de Valores (C.N.V.) en su calidad de órgano regulador se le atribuye la facultad de establecer el contenido, la forma y la periodicidad con que deberá presentarse la información. Además se establece que no se considerará pública la información de entidades controladas por la Superintendencia de Bancos, que clasifique de reservada, nota curiosa dentro del artículo porque dicha Superintendencia no se encuentra regulada por esta ley, sino por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

El artículo 25 establece a las entidades registradas la obligación de divulgar en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho o información relevante que pudiera afectar de manera positiva o negativa la situación jurídica, económica o financiera o de los valores registrados. De acuerdo con el artículo se entenderá por hecho relevante todo aquel que por su importancia afecte a un emisor o a sus empresas vinculadas, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por él o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado.

El hecho material o relevante no necesariamente deberá corresponder a una decisión adoptada en términos formales por parte de los órganos directivos o de administración de los emisores, de las instituciones que intervienen en el mercado de valores o de las personas que actúan en él, sino que es todo evento que conduce o puede conducir a las situaciones señaladas en el artículo.

La definición que otorga este artículo de la LMV, guarda una estrecha relación con los criterios emitidos por los jueces de la Corte Suprema de los Estados Unidos, respecto del establecimiento de la materialidad de la información a la que tienen acceso los *insiders* como se lo puede apreciar en el análisis del caso *Cady, Roberts & Co.*, por lo que consideramos que la obligación establecida en el artículo 25 debería estar relacionada con la figura de la información privilegiada y establecer responsabilidades y sanciones específicas en caso de violación de esta obligación, y no ser únicamente un artículo enunciativo.

El C.N.V. de acuerdo a lo establecido en el artículo ha emitido normas de carácter general para la aplicación del artículo 27 de la Ley de Mercado Valores, las cuales las ha promulgado por medio de resoluciones las cuales las encontramos en la Codificación de Resoluciones del C.N.V. en el capítulo segundo respecto de los hechos materiales.

En el artículo 1 al hablar del alcance se establece que todos los participantes inscritos en el Registro del Mercado de Valores están obligados de comunicar a la Superintendencia de Compañías, y de ser el caso a las bolsas de valores respecto de los hechos materiales, dicha presentación de la información como lo establece el artículo 2 de la resolución, deberá ser presentada mediante fichas registrales diseñadas para el efecto, en caso de ser falsa la información el participante estará sujeto a las sanciones correspondientes. Es muy importante el contenido de este artículo debido a que contiene la regulación de otro de los delitos más comunes en el mercado de valores que consiste en emitir falsos comunicados o folletos informativos, con el objetivo de engañar al mercado y al público inversionista, como se puede desprender del caso de la *SEC v. Texas Gulf Suphur*.

El artículo 3 establece como responsables de divulgar la información a los representantes legales o apoderados de los participantes del mercado, dentro de los 3 días siguientes en los que se produzca la información o hecho relevante como lo establece el artículo 4.

Consideramos que la forma que establece el artículo 1 del capítulo segundo de la codificación de resoluciones del C.N.V. para presentar la información relevante no es la más adecuada dentro de un mercado de valores, porque se establece que la

información relevante deberá ser presentada mediante fichas creadas para el efecto, cuando en la mayoría de legislaciones lo que se trata es de facilitar al emisor la transmisión de dicha información, la cual en virtud de los casos que se han analizado se hacen públicas mediante comunicados simples emitidos al órgano de control y a los canales de información financiera, razón por la cual consideramos que realizarlo mediante fichas es anticuado y burocrático y no favorece a la rápida divulgación del hecho relevante.

Lo recomendable y racional sería que la información se emita por medio de un comunicado emitido vía electrónica con copia a las bolsas de valores, para lo que el Registro de Valores debería contar con un sistema informático que facilite esta tarea a las compañías emisoras, como por ejemplo lo tiene el *Securities and Exchange Commission* mediante su sistema EDGAR, el cual es un programa que se encuentra dentro de la página web del órgano el cual permite llenar a las compañías emisoras los formularios en línea y en tiempo real. Tomando en cuenta el tamaño de nuestro mercado el tener un programa similar no sería nada complicado, lo cual sería muy beneficioso para el manejo de la información en el mercado, lo cual brindaría una serie de ventajas y garantías al mismo y al público inversor, además de constituirse como una herramienta de supervisión en tiempo real para la Intendencia Nacional de Valores.

En el artículo 5 de la misma resolución se establecen como hecho relevantes los siguientes¹²⁷:

1. El cambio de actividad principal o iniciación de nuevas actividades.
2. El cambio de políticas sobre distribución de utilidades o pago de dividendos.
3. Las reformas de estatutos.
4. El cambio de domicilio o denominación.
5. El establecimiento de sucursales.
6. La transformación, conversión, asociación, fusión, escisión o disolución.
7. La adquisición, venta o afectación de activos iguales o superiores al cincuenta por ciento del total de sus activos.
8. La enajenación o afectación de activos generadores de flujos que correspondan a la actividad principal de la compañía.
9. La oferta pública de valores colocados en el país o en el exterior.
10. El aumento o disminución del capital social por cualquier causa.

¹²⁷ Consejo Nacional de Valores, Resolución No. CNV-008-2006, Art. 5, Capítulo II

11. La modificación de la estructura de la propiedad de su capital en un porcentaje superior al diez por ciento de su capital suscrito y pagado.
12. Los cambios o renunciaciones producidos en sus órganos directivos, ejecutivos de alta gerencia, así como de auditoría.
13. La suspensión parcial o total, temporal o definitiva de sus actividades por cualquier causa.
14. La celebración o terminación de contratos que pudieran tener una incidencia trascendente en sus actividades regulares, en sus resultados operativos o en el índice de negociabilidad o liquidez de sus valores o en su cotización.
15. La imposibilidad de cumplir con sus obligaciones.
16. Cualquier otra información necesaria para que los participantes puedan formarse una opinión acerca de la situación jurídica, económica o posición financiera de los mismos.

Ni en la resolución ni en la ley ni en su reglamento se encuentra una sanción específica que castigue la no divulgación de los hechos materiales anteriormente descritos, aunque en la resolución se establece que el partícipe estará sujeto a las sanciones correspondientes, más no se señala ninguna, la única posibilidad de sanción se deriva del no cumplimiento de lo establecido en la LMV, como se analizará posteriormente.

A continuación tenemos el artículo 26 el cual faculta a una compañía emisora, mediante la aprobación de las tres cuartas partes de los directores o administradores en ejercicio de sus funciones, dar carácter de reservado a hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidas pudieran perjudicar el interés social del mercado. Ese tipo de decisiones deberá ser comunicado de manera reservada a la Superintendencia de Compañías el día hábil siguiente de su adopción. Los directores o administradores de la empresa que tomen la decisión de dar este carácter a los datos o antecedentes referidos en este artículo serán responsables personal y pecuniariamente en los términos previstos en la ley.

En el capítulo III de la Codificación de Resoluciones del C.N.V. se desarrolla la figura de la información reservada, en el artículo 1 se establece de conformidad a la ley y al capítulo mencionado a la información reservada como privilegiada. Los casos de información reservada detallados en este capítulo están detallados en el artículo 2 y son los siguientes:

Art. 2.- Casos de información reservada.-

A más de lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, se considerará como reservada la siguiente información:

1. Los manuales de control interno, orgánicos funcionales, operativos, de procedimientos y los reglamentos operativos internos, de las compañías inscritas en el Registro del Mercado de Valores.
2. La información de las entidades controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, que ésta clasifique como reservada.
3. Las denuncias presentadas a la Superintendencia de Compañías y su tramitación, excepto cuando el o los denunciados fueren personas cuya individualidad o residencia sea imposible determinar; en cuyo caso, se informará exclusivamente sobre el proceso de citación por la prensa, conforme a lo que dispone el capítulo referente a las denuncias, sanciones y apelaciones de los participantes del mercado de valores de esta codificación.
4. El contenido de los informes provenientes de las labores de control, resultado de investigaciones de oficio o por denuncia.

En el caso de que la Superintendencia de Compañías atienda solicitudes de información reservada o sujeta al sigilo bursátil, efectuada por autoridades del gobierno o jueces competentes, sujetándose a las correspondientes disposiciones legales y reglamentarias, lo hará trasladando la responsabilidad del sigilo o la reserva al peticionario.

En este artículo contenido en las resoluciones de la C.N.V. y en concordancia con el artículo 26 creemos que existe un gravísimo error conceptual al catalogar el carácter de privilegiada a la información reservada porque no tiene ninguna relación la naturaleza de la una con la otra. La información reservada como bien lo señala el artículo 26¹²⁸ es información o datos cuyo conocimiento puede afectar el interés social del mercado, los casos están detallados en la anterior cita, y no pueden ser catalogados como información privilegiada.

La información que afecta al interés social del mercado como lo señala el artículo citado, no tiene relación con la información privilegiada, aunque sería muy conveniente entender lo que quiso decir el legislador al insertar este concepto, teoría o frase, del interés social del mercado, ya que se están mezclando dos conceptos que en los principios generales del mercado de valores no tienen relación alguna, el mercado y

¹²⁸ ART. 26.- De la información reservada.- Una compañía emisora podrá, con la aprobación de por lo menos las tres cuartas partes de los directores o administradores en ejercicio de sus funciones, dar carácter de reservado a hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidas, pudieran perjudicar el interés social del mercado. Estas decisiones y su contenido, deberán comunicarse reservadamente a la Superintendencia de Compañías el día hábil siguiente a su adopción.

Los directores o administradores de una empresa que concurren con su acuerdo a dar carácter de reserva a los datos o antecedentes a que se refiere el primer inciso de este artículo, se harán personal y pecuniariamente responsables en los términos previstos en esta Ley.

lo social no tienen relación alguna y más aún en este caso, normalmente se entiende al interés social, como el interés de la sociedad, de un colectivo de personas que gozan de los mismos derechos y garantías, como se puede analizar dentro de los derechos sociales y económicos que nuestra Constitución Política contempla, pero lo social con el mercado no concuerda. La única interpretación a la que se podría llegar, es que los hechos o acontecimientos relativos a negociaciones pendientes pueden afectar el precio de un valor, y el carácter de reservado se lo da en virtud de que no se han concretado, lo que ocasionaría que algo que está por suceder afecte el precio de un valor, pero en este caso sería muy similar a la información privilegiada con la salvedad que la ley permite que la compañía otorgue ese estatus a hechos que están pendientes.

La información privilegiada basada en hechos materiales que afectan el precio del valor en el mercado y pueden influir en las decisiones de los inversionistas, además de que cuenta con el requisito de que aun no se ha hecho pública, y se establecen prohibiciones de transar o divulgar la misma, y nada tienen que ver con la decisión de mantenerla como reservada por parte de los directores, porque si es privilegiada se establece el deber de mantener la reserva o divulgar pero no deriva de una decisión de directorio.

El C.N.V. es el órgano regulador y el encargado de establecer las políticas del mercado de valores y no puede caer en errores conceptuales tan graves, se supone que tiene las herramientas y conocimientos necesarios para poder emitir criterios y definiciones acordes al derecho y la doctrina.

4.3. La información privilegiada

Desde el primer capítulo de esta tesina se ha estado desarrollando el concepto y los elementos de lo que se considera como información privilegiada, para lo cual se han utilizado una serie de definiciones doctrinales y legislativas, además de la opinión encontrada en diversas jurisprudencias, por lo que es momento de realizar el análisis de cómo nuestra legislación regula esta figura tan importante dentro del mercado de valores.

En el artículo 27 de la LMV encontramos la definición de información privilegiada, la cual ha sido considerada como la inspiración de la problemática razón de este trabajo, para lo cual nos permitimos citar el artículo:

ART. 27.- De la información privilegiada.- Se entiende por información privilegiada el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de intermediación en el mercado de valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento público.

Los miembros del C.N.V., los funcionarios, empleados o trabajadores de la Superintendencia de Compañías, los directores, administradores, funcionarios y, en general, toda persona que en razón de su cargo, empleo, posición o relación con los participantes del mercado, tenga acceso a información privilegiada, estarán obligados a guardar estricto sigilo sobre ella, bajo las responsabilidades civiles y penales a que hubiere lugar de conformidad con la Ley.

Se presume que las personas mencionadas en este artículo, por el hecho o razón de su cargo, empleo, posición o relación dentro del segundo grado de afinidad o cuarto de consanguinidad con los participantes del mercado, tienen acceso a la información privilegiada.

Las mismas personas, también deberán mantener en reserva la información de que dispongan relativa a las operaciones de adquisición o enajenación que pudiere realizar un inversionista institucional en el mercado de valores, cuando en razón de la cuantía y condiciones de la operación ésta pueda influir en los precios de los valores de que trata.

Se prohíbe a las personas mencionadas en este artículo así como a sus subordinados o terceros de su confianza, utilizar información privilegiada, para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores sobre los que verse dicha información o de instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores.¹²⁹

El primer inciso de este artículo considera como información privilegiada el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de la intermediación de valores mientras no se hayan hechos públicos. Como mencioné anteriormente la definición de hechos relevantes guarda estrecha relación con este concepto, ya que en ambos casos se determina el efecto ya sea positivo o negativo que su divulgación puede tener en el mercado, la diferencia

¹²⁹ Ley de Mercado de Valores, Art. 27.

radicaría en que la LMV da por hecho la revelación de los hechos relevantes, mientras que parte de la no publicidad de la información privilegiada.

Pero en esencia para que los actos, hechos o acontecimientos sean capaces de influir en los precios de los valores en el mercado, tales actos, hechos o acontecimientos deberán ser hechos materiales que de igual manera afectan el precio de los valores en el mercado, porque lo que le da el valor de privilegiada a una información o conocimiento, no es su carácter de reserva o secreto, como hemos podido concluir del análisis de las definiciones y jurisprudencia, sino el efecto que tendría sobre el público inversionista en caso de ser conocida, es decir, que si se conoce tal información tendría un impacto ya sea positivo o negativo en el precio de los valores en el mercado.

Es por esta razón que consideramos que la redacción del artículo es errada ya que da a entender precisamente eso, que una información privilegiada es capaz de influir en los precios de los valores mientras no es divulgada al público, y la esencia de una información privilegiada es que hasta que no es hecha pública no afecta de ninguna manera al precio de los valores, ya que es desconocida por el mercado y el público inversionista, su naturaleza se deriva del impacto que podría tener en caso de ser divulgada o el que realmente tiene al ser divulgada. Por eso se da la desventaja entre el *insider* o *typee* que negocia en base a este tipo de información mientras no se ha hecho pública, porque ha negociado antes del impacto de la misma en el mercado, que es el factor que le beneficia a tales personas, mientras que el inversionista que no conocía la información privilegiada no se beneficiará de ninguna manera del impacto de la información en el precio porque empezará a transar una vez que ha sido divulgada.

En el segundo inciso del artículo se establece como posibles *insiders* a los miembros del C.N.V., los funcionarios, empleados o trabajadores de la Superintendencia de Compañías, los directores, administradores, funcionarios y, en general, toda persona que en razón de su cargo, empleo, posición o relación con los participantes del mercado, tenga acceso a información privilegiada. Como podemos notar en este inciso bajo nuestra legislación casi cualquier persona puede ser considerada *insider*, en el texto de la ley se incluyen tanto empleados de los órganos de control y regulación, los *insiders* primarios que son los directores, administradores, a

funcionarios en general y a cualquier persona que tenga relación con los participantes del mercado, además en el siguiente inciso se extiende la categoría de *insider* por el hecho o razón de su cargo, empleo, posición o relación dentro del segundo grado de afinidad o cuarto de consanguinidad con los participantes del mercado, es decir, que suegros, cuñados, yernos, nueras, abuelos, padres, hijos, nietos e inclusive tíos y primos pueden ser considerados *insiders*.

En conclusión casi toda persona que tenga cualquier tipo de relación o conexión con alguien que pueda tener acceso a información privilegiada si transa en el mercado de valores es un potencial *insider*, y es lo que precisamente en el reporte de la Comisión de Mercados Emergentes del IOSCO respecto del *insider trading*, se trataba de evitar, cuando se determinaba que las regulaciones contenidas en las legislaciones no pueden ser demasiado extensas porque se corre el peligro de condenar a personas inocentes de un delito sancionado por las leyes. Más aún si el artículo 27 no establece ningún tipo de excepción como se recomienda y como se ha podido notar en los análisis de la jurisprudencia.

La necesidad de establecer de manera clara los posibles *insiders*, es muy importante para regular la figura, porque si casi todas las personas que tienen algún tipo de acceso a información privilegiada o tienen algún parentesco con los mismos, estarían prohibidos de negociar en el mercado de valores, y siempre pueden existir situaciones excepcionales en las que tales negociaciones no serían ilegales, pero nuestra ley no las contempla. El mismo hecho que el legislador hay extendido la prohibición hasta el parentesco de consanguinidad de cuarto grado, creemos que no responde a ninguna otra razón que la costumbre de extender las prohibiciones hasta ese grado en toda nuestra legislación.

En las legislaciones más desarrolladas como la chilena que ya fue analizada, las personas que se presume tienen acceso a información privilegiada están muy bien identificadas en dos artículos exclusivos en la ley, esto otorga seguridad jurídica e impide que un amplio rango de sujetos pueda ser objeto de investigaciones y procesos arbitrarios por tener una norma tan extensiva, claro en el caso de que se dieran este tipo de procesos en el país.

El inciso segundo establece que las personas mencionadas en él, tienen el deber de guardar estricto sigilo sobre la información privilegiada.

En el inciso cuarto se impone la obligación de reserva de la información acerca de las operaciones de adquisición o enajenación que pueda realizar un inversionista institucional cuando en razón de la cuantía y condiciones pueda afectar el precio de los valores en el mercado. Esta aclaración es innecesaria porque al hablar del deber de reserva sobre la información privilegiada que recae sobre los participantes del mercado lógicamente están incluidos los inversionistas institucionales.

El artículo termina estableciendo en su inciso quinto, la prohibición de las personas mencionadas así como a sus subordinados o terceros de confianza utilizar información privilegiada, para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores sobre los que versa dicha información. La prohibición está acorde a la prohibición general contenida en otras legislaciones y regulaciones de transar en base a información privilegiada, pero cabe señalar que si se consideró extensa la determinación de las personas que estaban prohibidas de transar este inciso amplía un poco más aún el rango.

4.4. Sanciones y responsabilidades

Un elemento que no se analizó anteriormente derivado de la prohibición de divulgar o transar en base a información privilegiada contenida en el artículo 27 de la Ley de Mercado de Valores, es el de las sanciones por violar dicha prohibición y la responsabilidad que acarrea dicha infracción.

La única referencia que podemos encontrar acerca de la responsabilidad se encuentra en el inciso segundo, en el que se manifiesta la obligación de reserva o estricto sigilo como el artículo lo denomina, que pesa sobre las personas descritas en dicho inciso respecto de la posesión de información privilegiada¹³⁰. Y justamente esto

¹³⁰ Los miembros del C.N.V., los funcionarios, empleados o trabajadores de la Superintendencia de Compañías, los directores, administradores, funcionarios y, en general, toda persona que en razón de su cargo, empleo, posición o relación con los participantes del mercado, tenga acceso a información privilegiada, estarán obligados a guardar estricto sigilo sobre ella, bajo las responsabilidades civiles y penales a que hubiere lugar de conformidad con la Ley.

es lo que se constituye como la mayor problemática derivada de la regulación y sanción del uso indebido de información privilegiada, porque simplemente se menciona la existencia de responsabilidades del tipo civil y penal, más no se establece cuales son.

Esto constituye un grave vacío legal porque la manera en que se establece una sanción si no se ha establecido en la ley la responsabilidad que acarrearán quienes violen dicha disposición, más aún cuando se establece una responsabilidad penal cuando el tipo penal es inexistente, como en el caso de querer iniciar una acción de ese tipo sería desechado de manera inmediata por el fiscal o el juez en su defecto por violar el principio de tipicidad del derecho penal. Y no se puede encontrar cuales son dichas responsabilidades en la ley, reglamento o resoluciones del C.N.V.

La única sanción penal que se puede encontrar en la Ley de Mercado de Valores está relacionada a la violación del “sigilo bursátil” como lo determina el artículo 214 de la ley, si se entiende por sigilo bursátil la reserva que establece el inciso segundo de la Ley de Mercado de Valores respecto de las personas que están obligadas a mantener reserva de la información privilegiada, y podríamos relacionar con la palabra bursátil el negociar en las bolsas de valores en base a esa información, dicho artículo establece que:

ART. 214.- Falsedad de la Información.- Serán sancionados con reclusión menor de tres a seis años y multa de doscientos a dos mil UVC:

4. Los que violaren el sigilo bursátil para beneficiarse a sí mismos o beneficiar o perjudicar a terceros.

De acuerdo con ZAVALA EGAS “sin embargo si la violación del sigilo mencionado fuera efectuada por un funcionario público, como es el caso de los empleados de las Superintendencias de Compañías o de Bancos, cabe perfectamente hacer la adecuación típica con el Art. 282 del Código Penal”¹³¹ Esto claramente se podría dar en relación a los miembros del C.N.V. y de la Superintendencia, pero al tratarse de una norma penal especial creemos que se aplicaría el artículo 214 de la LMV, pero de igual manera consideramos necesario citar el mencionado artículo del Código Penal, que dice:

¹³¹ X. ZAVALA EGAS, *Régimen Punitivo en el Mercado de Valores*, Edino, Guayaquil, 1995, p.63.

ART. 282.- Todo funcionario público que, sin orden legal del superior competente, descubra o revele algún secreto de los que le están confiados por razón de su destino, o exhiba algún documento que deba estar reservado, será reprimido con uno a cinco años de prisión.

Este tipo penal en el criterio del autor “cubre la revelación y utilización de ambos tipos de información. La privilegiada porque ha sido utilizada inoportunamente y ha provocado la alteración de las fuerzas del mercado con respecto a los valores y, la reservada porque ha violado el sigilo bursátil expresamente declarado en la Ley”¹³²

Es necesario determinar entonces que es lo que la Ley de Mercado de Valores entiende por sigilo bursátil, a partir de entender esta figura se podría aplicar la sanción contenida en el artículo 214.

ART. 222.- Del sigilo bursátil.- Prohíbese a los intermediarios del mercado de valores y a los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores divulgar los nombres de sus comitentes, salvo en el caso de una auditoría, inspección o fiscalización de sus operaciones por parte de las Superintendencias de Compañías o de Bancos o de la respectiva bolsa, o en virtud de una providencia judicial expedida dentro del juicio, o por autorización expresa del comitente.

Los miembros del C.N.V., los funcionarios y empleados de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, de las Superintendencias de Compañías o de Bancos, u otras personas que en ejercicio de sus funciones u obligaciones de vigilancia, fiscalización y control tuvieren acceso a información privilegiada, reservada o que no sea de dominio público, no podrán divulgar la misma, ni aprovechar la información para fines personales o a fin de causar variaciones en los precios de los valores o perjuicio a las entidades del sector público o del sector privado.

El inciso segundo del artículo 222 de LMV sería el que nos compete en este tema ya que establece una prohibición adicional de violar el sigilo bursátil a los miembros del C.N.V., funcionarios de los depósitos centralizados de liquidación de valores de la Superintendencia de Compañías u otras personas en ejercicio de sus funciones u obligaciones de vigilancia, fiscalización y control, a los cuales se les establece la prohibición de divulgar información privilegiada a la que tuvieran acceso, y la de no aprovechar dicha información para fines personales o a fin de causar

¹³² *Ibíd.*, p. 64

variaciones en los precios de los valores, o perjuicio a las entidades del sector público o privado.

Es decir, que la pena establecida en el artículo 214 es aplicable únicamente a los funcionarios públicos que violen la prohibición de divulgar información privilegiada o que aprovechen la misma para beneficiarse, lo cual consideramos es correcto sancionar, pero lo que no ha entendido el legislador que de la definición que ha dado en el artículo 27, se está regulando el uso indebido de información privilegiada en el sector privado, por lo que deja sin tipo ni sanción penal a toda la amplia gama de personas que se mencionan en el mismo artículo.

Este es un enorme vacío legal ya que los *insiders* son por principio los directores, administradores o accionistas mayoritarios de las compañías, quienes tienen acceso a ese tipo de información en virtud de su cargo o posición dentro de la empresa y que negocian valores basándose en la misma, perjudicando la transparencia del mercado, y afectando al público inversionista, como se ha podido analizar en todo este estudio.

Lo que tampoco se dio cuenta el legislador es de las contadas ocasiones que los funcionarios públicos mencionados tienen acceso a información privilegiada de las compañías, ya que únicamente tiene acceso a esta en procesos de fiscalización, intervención o sanción, por lo que su posibilidad de negociar en virtud a la misma se limita a una serie de ocasiones excepcionales. Mientras que se deja a la gran gama de posibles *insiders* sin una pena plenamente establecida lo que complicaría el juzgamiento y sanción de los mismos.

La responsabilidad civil se encuentra contemplada de manera general en el artículo 205 de la LMV que establece que las personas naturales y jurídicas que, por infracciones a la LMV, de sus reglamentos y otras normas complementarias y de las demás disposiciones que regulan el mercado de valores, ocasionen daños a terceros serán solidariamente responsables y deberán indemnizar los perjuicios causados en conformidad con el derecho común, es decir, que la responsabilidad civil tendría que ser determinada por un juez de lo civil en un juicio ordinario de daños y perjuicios, en el que para establecer la cuantía del daño ocasionado por violar la Ley de Mercado de Valores o su reglamento, la Superintendencia de Compañías o el Consejo Nacional de Valores, deberán emitir un informe en el que se especifiquen la cuantía de los daños

ocasionados a terceros por dicha violación de las normas. Caso contrario sería imposible para un juez de lo civil determinar un daño ocasionado por transar valores en base a información privilegiada, recomendar la adquisición de valores, o divulgar la información.

En el antiguo reglamento emitido por el Consejo Nacional de Valores a la derogada Ley de Mercado de Valores de 1993, en el numeral tercero del artículo 11 referente a las penas a imponerse se determinaba que:

3) Quién negocie y opere en el mercado de valores en base a información privilegiada no difundida, será sancionado con la suspensión de la autorización para operar, negociar valores o participar en el mercado por un período de hasta trescientos sesenta días y con una multa que determinará el Superintendente de Compañías de acuerdo con el monto de la transacción, sanción que no excederá el duplo de cada transacción.¹³³

En el actual reglamento a la Ley de Mercado de Valores de 1998 no existe ninguna regulación ni sanción derivada de la negociación en base a información privilegiada no divulgada, lo que es extraño que se haya establecido una sanción en el reglamento de la ley anterior, y no en el nuevo reglamento cuando la figura se mantiene en la ley vigente.

En la LMV vigente se pueden establecen sanciones administrativas en el artículo 206 el cual determina que las transgresiones a esta Ley, a sus reglamentos y otras normas y resoluciones complementarias y a las demás disposiciones que regulan el mercado de valores, incluidos los estatutos de las entidades sometidas a la aplicación de esta Ley, este tipo de infracciones serán sancionadas por la Superintendencia de Compañías de acuerdo a la ley y a las resoluciones que expida el C.N.V.

En el artículo 2 de las resoluciones del C.N.V. se establece como órganos competentes para investigar y sancionar las infracciones administrativas a la Superintendencia de Compañías por medio de las Intendencias del Mercado de Valores.

En el artículo 207 describe las infracciones administrativas en particular, de la materia que nos compete, se aplicarían las siguientes:

¹³³ Reglamento CNV-94-007

c) No divulgar en forma veraz, oportuna, completa y suficiente la información que se determina en la presente Ley y en sus normas complementarias.

d) No guardar la reserva establecida por la Ley sobre la información privilegiada de que se disponga en razón de su cargo, función o relación con un emisor.

e) Negociar valores sin cumplir las normas establecidas por la Ley, los reglamentos y demás normas del mercado y, en especial sin someterse al procedimiento de aviso de adquisición, cuando éste es requerido

En las infracciones administrativas citadas encontramos que se sanciona las tres conductas típicas al uso indebido de la información privilegiada, es decir, la no divulgación de hechos relevantes, el no guardar la reserva acerca de información privilegiada, y negociar valores sin cumplir las normas establecidas por la ley, lo que podríamos entender como negociar en base a información privilegiada no divulgada en nuestro caso, debido que ese tipo de negociación se encuentra prohibido en el artículo 27 de la LMV, con lo que se incumpliría una norma establecida en la ley.

El artículo 208 de la LMV establece las sanciones administrativas en virtud de la gravedad de la infracción, la cual se determinará en conformidad del perjuicio que se cause de acuerdo las disposiciones contenidas en el mismo artículo. Como he venido sosteniendo a lo largo de esta investigación y en base a las opiniones jurisprudenciales, legislaciones del derecho comparado y los criterios de órganos como el IOSCO, el uso indebido de información privilegiada o *insider trading*, lesiona de una manera muy grave al mercado y al público inversor al negociar, divulgar o no mantener la reserva respecto de información privilegiada, la cual afecta de manera directa los precios de los valores que se negocian en el mercado, por una información que no ha sido divulgada a todo el público, lo que afecta a su vez la transparencia y la confianza en el mercado.

Por esta razón consideramos que el criterio de imposición de sanciones administrativas en concordancia a lo establecido en el artículo 208 debe ser la más severa y estricta al tenedor de la siguiente disposición:

3.- Las infracciones muy graves, que son aquellas que ponen en gravísimo peligro o lesionan enormemente los intereses de los partícipes en el mercado o de terceros atentando contra el objeto de ésta Ley definido en el artículo uno, se sancionarán alternativa o simultáneamente con:

Como acabamos de mencionar y en base a un soporte otorgado por la jurisprudencia y el derecho comparado, el uso indebido de información privilegiada pone en gravísimo peligro o lesiona enormemente los intereses de los partícipes en el mercado, es así como se configuraría dentro de lo establecido en el numeral 3 como una infracción muy grave, las cuales se sancionarán al tenor de lo dispuesto en ese numeral de manera alternativa o simultánea con:

- a) Multa de 2.000 a 10.000 UVC; pero si la infracción estuviere relacionada con la realización de una transacción, a más de la comisión indebidamente percibida, la multa será del cien por ciento del valor de la transacción;
- b) Remoción del cargo o función;
- c) Inhabilitación definitiva para ejercer las funciones que esta Ley establece; o para ser funcionario en el C.N.V., o en la Superintendencia de Compañía; o para ser director, administrador, auditor o funcionario de las entidades que participan en el mercado de valores;
- d) Suspensión temporal en el ejercicio del derecho al voto de un accionista o de su capacidad de integrar los organismos de administración y fiscalización de la compañía; o prohibición de enajenar las acciones;
- e) Cancelación de la autorización para participar en el mercado de valores, lo cual implica la disolución automática de la compañía infractora; y,
- f) Reversión de la operación.

Estas sanciones se aplicarán a las entidades y a las personas naturales según sea su participación en la infracción correspondiente. Si se tratare de decisiones adoptadas por organismos colegiados, las sanciones se aplicarán a los miembros del mismo que hubieren contribuido con su voto a la aprobación de tales decisiones.

Este tipo de sanciones se ajustan a la tendencia reguladora del derecho comparado y la jurisprudencia tantas veces mencionado, debido a que en las mismas se establecen multas que se utilizan en casi todas las legislaciones, se obliga a devolver la comisión indebidamente percibida; en el caso de ser autoridades se procede a la remoción del cargo; la inhabilitación definitiva para ser funcionario del órgano regulador o para ser director o administrador de las entidades que participan en el mercado; una cancelación para participar en el mercado de valores lo que significaría la

disolución automática de la compañía infractora; y, por último la reversión de la operación.

En el caso de la sanción establecida en el literal e), es necesario, realizar la aclaración que para que se de este tipo de sanción deberá existir una responsabilidad corporativa, es decir, que el sujeto de investigación, el infractor y sobre quien recae la sanción sería un demandado corporativo, y la sanción es muy severa al establecer una disolución automática de toda una compañía. La problemática en este caso se derivaría de la dificultad de establecer como responsable de la infracción a una persona jurídica, porque normalmente se establece la responsabilidad sobre los representantes legales de las compañías quienes responden solidariamente en virtud de su nombramiento y responsabilidades respecto de la actuación de la compañía.

La investigación en el caso de infracciones administrativas como lo establece el artículo 5 de la codificación de resoluciones del C.N.V., establece que sobre la base del conocimiento de una presunta comisión de una infracción administrativa corresponderá a la Superintendencia de Compañías por medio de los departamentos técnicos correspondientes de la Intendencias del Mercado de Valores, la iniciación del proceso de investigación. El origen del mismo se puede por las siguientes causas: por denuncia presentada al Superintendente de Compañías por cualquier persona, y de oficio, cuando en el ejercicio de sus habituales funciones de control o como producto del análisis de la información periódica u ocasional o cuando por cualquier medio, los departamentos técnicos de la Intendencias de Mercado de Valores tuvieran conocimiento de conductas o hechos susceptibles de constituir infracción administrativa. Se establece en el artículo 6 que el plazo máximo para la investigación es de 6 meses en el que se deberá emitir el correspondiente informe, y se permite la prórroga de 3 meses adicionales a criterio del Superintendente de Compañías.

Se puede concluir que el procedimiento de investigación y sanción de las infracciones administrativas es el más desarrollado y completo dentro de la ley y las resoluciones emitidas por el C.N.V., y de alguna manera podría ser aplicado para cubrir los vacíos legales que contiene la regulación del uso indebido de información privilegiada, para poder investigar y sancionar este tipo de conductas que lesionan

gravemente la transparencia y confianza en el mercado, así como los intereses del público inversor.

Pero lo interesante es ver como no se han iniciado investigaciones de este tipo dentro de nuestro mercado de valores, porque si bien el mercado es muy pequeño en relación a los mercados regionales, y la costumbre de invertir en la bolsa de valores no es un práctica generalizada en nuestro país, en donde aparte de los inversionistas institucionales, no existe una cultura de inversión por parte de los particulares, los cuales prefieren guardar su dinero en los bancos con márgenes de utilidad muy bajos pero “seguros” o invertir en bienes raíces o inclusive en automóviles, las empresas más grandes del país cotizan en bolsa, se realizan diversos procesos de titularización, y se negocia en bolsa, razón por la cual este tipo de prácticas se podría estar dando día a día ante los ojos de los órganos de control, que como se puede denotar no hay ni siquiera realizado una investigación.

Este no es un fenómeno ajeno a nuestra realidad, de la experiencia de países vecinos se puede notar que se han tratado varios de estos casos en los que de las investigaciones se ha podido descubrir este tipo de prácticas ilegales y se ha procedido a sancionar a los infractores, y esto además se ha constituido en el principal aporte para el desarrollo y evolución de la figura del uso indebido de información privilegiada.

4.5. El papel de la Bolsa de Valores respecto a la información privilegiada

La Bolsa de Valores de Quito en su Reglamento General establece en su capítulo quinto respecto de las obligaciones informativas establece en su artículo 52 que: los emisores de valores, las casas de valores, los operadores de bolsa y los funcionarios públicos admitidos en el registro de la BVQ, deberán presentar a la misma la información periódica y ocasional en los términos y condiciones establecidos en el artículo 25 de la Ley de Mercado de Valores y en el artículo 7, del Capítulo I, del Título I de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. Es decir, que respecto del manejo de la información la BVQ se maneja de acuerdo a las disposiciones contenidas en la ley y las resoluciones del CNV, es así como, trata de igual manera al concepto de hecho relevante, el plazo para la notificación de hechos

relevantes y la información que debe presentarse. Una obligación muy importante establecida en la ley y de la cual se ha tratado durante todo este estudio que no se encuentra en el reglamento general de la BVQ, es el manejo y uso de información privilegiada, lo cual consideramos un deficiencia muy grave porque la Bolsa de Valores es la entidad llamada a detectar y denunciar este tipo de actividades fraudulentas, ya que es ahí donde se realizan todas las operaciones de compra y venta de valores registrados, siendo la Bolsa prácticamente el único lugar capaz de detectar una anomalía en el mercado basada en el uso indebido de información privilegiada.

La única acción que establece el mismo reglamento en cuanto al uso de información privilegiada, es la establecida en el artículo 330 respecto a la anulación de operaciones en el literal c que establece que: La BVQ anulará las transacciones cuando el precio de las mismas se aparte notablemente del precio del mercado o existan indicios de utilización de información privilegiada. Pero de que manera la Bolsa va a poder establecer la existencia de este tipo de indicios, si en su propio reglamento no establece bases claras tendientes a evitar que se negocie en base a información privilegiada, no hace mención al delito/infracción en el acápite de obligaciones informativas. No se incluye ni siquiera un concepto de la figura, por lo que un funcionario de la BVQ como va a poder establecer de manera clara que se estuviese frente a una negociación en base a información privilegiada, y mucho menos establecer un indicio si su propio reglamento no le indica la manera.

En el código de ética de la BVQ contenido en el mismo reglamento general, podemos encontrar una serie de principios relativos al manejo de la información dentro de los principios generales del artículo 374 entre los cuales podemos destacar:

- La promoción de un mercado bursátil eficiente e integro que garantice la libre concurrencia de la oferta y la demanda de los valores y la adecuada formación de precios. Principio que se basa en la teoría de la eficiencia de los mercados.
- El desarrollo de los negocios en ámbito de lealtad, transparencia, alta calidad profesional y seriedad, precautelando el interés de los clientes.
- Proporcionar al mercado información fidedigna y oportuna para la realización de sus actividades.
- Evitar conflictos de interés

- Asegurar un trato equitativo a los clientes.

Todos estos principios contenidos en el código de ética claramente denotan que dependen de la transparencia y honestidad de sus partícipes, porque si los mismos no proporcionan a la Bolsa información fidedigna y oportuna, como se va a poder cumplir con el objetivo de la promoción de un mercado bursátil eficiente e íntegro, si no se cuenta con una regulación adecuada para evitar, prohibir y sancionar prácticas ilegales como el uso indebido de información privilegiada en el mismo.

Por último encontramos dentro del código de ética en el artículo 376 los deberes de la BVQ, el cual establece que: los directores, administradores y demás funcionarios de la BVQ deberán observar una conducta profesional, leal e imparcial en el ejercicio de sus funciones, con el fin de preservar la transparencia y seguridad del mercado bursátil. Al establecer los deberes de los mismos encontramos en el literal b, el deber de abstención de usar información privilegiada para beneficio propio o de terceros. Lo que se puede concluir de dicho deber es que en caso de incumplimiento del mismo se sancionaría una infracción administrativa y delito establecidos en la ley mediante el código de ética.

Respecto del tema en una entrevista respecto al uso indebido de información privilegiada con el Abogado Fabián Núñez¹³⁴, abogado del área legal de BVQ por más de 6 años señalo lo siguiente:

“En el país no existe una normativa que permita castigar el uso indebido de información privilegiada, porque el contenido de la figura en la Ley de Mercado de Valores no establece las sanciones ni mecanismos para investigar y sancionar a un posible infractor. Respecto a la BVQ la única manera de sancionar a un infractor, es mediante el código de ética, cuya sanción más severa sería la expulsión de la Bolsa del infractor. Sin embargo es muy difícil darse cuenta de este tipo de anomalías porque si las personas que manejan este tipo de información lo hacen de manera inteligente y discreta

¹³⁴ Entrevista con el Ab. Fabián Núñez, abogado del departamento legal de BVQ, el día 22 de abril de 2008

podrían estar haciéndolo en cada operación y obteniendo beneficios muy lucrativos en cada operación. Hasta el día de hoy no hemos conocido un solo caso de uso indebido de información privilegiada, pero no por la transparencia y honestidad de los participantes en el mercado, sino por la falta de control e investigación que se deriva de la ineficiente regulación en la ley. Regular a profundidad este tipo de prácticas es de vital importancia para la transparencia y confianza en el mercado, es así como en otras legislaciones se le da tanta importancia a estos temas, y es de ahí de donde parte la eficiencia de los mercados”

Como se puede ver en la opinión de un experto legal en la BVQ, la regulación contenida en la ley vigente además de ser insuficiente es inadecuada, no es ninguna garantía para la transparencia y confianza en el mercado, a tal punto que este tipo de prácticas ilegales se podrían estar dando día a día.

Fabián Núñez además considera que la Intendencia de Valores no cuenta con la competencia ni mecanismos necesarios para poder detectar una anomalía de este tipo en el mercado. Y que el papel de la BVQ en cuanto a la autorregulación no puede ir más allá de lo que establece la ley, por ser una sociedad civil, la cual en caso de querer sancionar el uso indebido de información privilegiada más allá del contenido de la ley, sería sujeto de una apelación en la que fácilmente ganaría el infractor.

Lo que podemos concluir es que la deficiente regulación de la ley no sólo deja un vacío legal respecto del uso de información privilegiada, sino que también afecta el normal desenvolvimiento y regulación de las bolsas de valores, las cuales no pueden garantizar al público inversor la transparencia, igualdad y confianza que debería garantizar el mercado.

4.6. Caso Patiño

El único antecedente ha salido a la luz pública en nuestro país fue el caso del ex Ministro de Economía Raúl Patiño, este caso es muy particular por los hechos que lo ocasionaron, sin embargo es necesario puntualizar que este no era un caso típico de *insider trading* dentro del mercado de valores privado como se ha desarrollado en el presente estudio.

Este caso se dio respecto de los bonos Global 2015 los cuales representan a la deuda externa que mantiene el país con su principal acreedor, los Estados Unidos. A medida que se acercaba el vencimiento del plazo para el pago de los intereses devengados de dichos bonos a sus acreedores, un conjunto de inversionistas que adquirió los mismos en diferentes mercados de valores internacionales, de acuerdo a la versión oficial que constantemente comunicaba tanto el Presidente de la República como el Ministro de Economía, los intereses no iban a ser cancelados en virtud de una política económica de no pago de la deuda externa que se venía manejando por parte del gobierno.

Esta información era pública y se la transmitía día a día en los principales medios de comunicación del país, así como en las cadenas internacionales y los principales canales financieros, lo cual a medida que se acercaba el vencimiento el valor de dichos bonos a raíz de una mala noticia de esas características lógicamente afectaba de manera negativa en el precio de los mismos en el mercado, y aunque no se tienen datos oficiales un gran número de órdenes de venta se emitieron.

Días antes cuando el mercado se encontraba realmente convulsionado por los anuncios del gobierno, cuya veracidad se presume por tratarse de posiciones oficiales de los representantes de un Estado, se dio la noticia de que el Ecuador si iba a pagar los intereses de los bonos, cambiando de nuevo las condiciones del mercado de manera radical.

Posterior a estos hechos realmente escandalosos salieron a la luz pública los denominados "Pativideos", en los que aparecía el Ministro en reuniones con los principales acreedores de los bonos, a los que les informaba de manera confidencial que si se iba realizar el pago, con lo que estaba divulgando información privilegiada que favorecía de manera clara los intereses de dichos acreedores, los cuales sin duda alguna deberían haber transado en base de la misma y obtener grandes beneficios. Lo

particular en este caso es que se configuró un medio fraudulento para favorecer a ciertos inversionistas, porque aparte de haber revelado información privilegiada no divulgada, la información a la que tenía acceso el resto del mercado en los días anteriores al anuncio de pago de la amortización de la deuda era falsa, lo cual constituía un grave engaño al público inversionista y afectaba de manera directa la transparencia del mercado y el acceso a la información.

Sin embargo, con pruebas evidentes de está flagrante infracción el gobierno tomó un posición de ciega defensa y encubrimiento hacía el Ministro, alegando que se trataba de crear inestabilidad y desprestigiar al gobierno por parte de la oposición. Días más tarde el ministro renunció y el caso paso a manos del Fiscal General de la Nación, pero no se tomo ninguna medida ni se inició ninguna investigación, por razones de presión política. En este caso no intervino ni la Superintendencia de Compañías de oficio ni se encargó la investigación a la Intendencia Nacional de Valores.

Las sanciones que podía tener Patiño era del carácter civil, penal y administrativo, y él debería estar cumpliendo una condena en la prisión, más la impunidad auspiciada por el poder y manipulación política reinó una vez más en un país que no se otorgan las garantías necesarias a procesos tan importantes que afectan el prestigio y confianza en el país.

4.7. Propuesta Normativa

Una vez que se ha realizado un estudio extensivo de la figura del *insider trading* o del uso indebido de información privilegiada en el derecho comparado y en nuestro país, se ha podido llegar a la conclusión de que el artículo 27 de la Ley de Mercado de Valores no puede contener toda la regulación de la figura, siendo el mismo confuso, y deja muchos vacíos legales sobre todo en el tema de la investigación de la infracción y sanción de los *insiders*.

Si queremos que el mercado de valores pueda contribuir al crecimiento y al desarrollo de la economía en nuestro país, es necesario crear una cultura bursátil en la que las unidades superavitarias, formadas por personas naturales, jurídicas y públicas, tiendan a la inversión a mediano y largo plazo, más allá de constituirse en entes

económicos de gasto y consumo, es necesario establecer las garantías básicas para tener un mercado transparente en el cual el precio de los valores sea reflejado por las leyes de la oferta y la demanda, que garantice un grado de equidad basado en que todos puedan acceder a la información que le ley requiere que sea pública para tomar sus decisiones de inversión, y poder tener confianza en que las autoridades tendrán la capacidad y el poder de intervenir cuando se den situaciones anómalas o ilegales en el mercado.

Es cierto que el uso indebido de información privilegiada no es el único delito dentro del mercado de valores, ni es el único que afecta de manera directa al mercado, si es uno de los más fáciles de ser consumados a expensas de una deficiente y pobre regulación. Como podemos desprender de los casos analizados en el presente estudio es tan fácil como obtener una información no pública de un emisor, realizar una llamada telefónica y realizar una orden de compra o venta de valores, sin que el resto del mercado tenga conocimiento de la misma información, obteniendo de esta manera beneficios o evitando pérdidas a expensas del resto del público inversor no informado.

La regulación de este tipo de conducta no puede ser lejana a nuestra realidad, no podemos taparnos los ojos y tratar de decir que nuestro mercado de valores es muy poco desarrollado y pequeño, por lo que aquí no se dan ese tipo de conductas.

Es así como además tenemos obligaciones internacionales con la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO respecto a la implantación de los objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores emitidos por dicha organización de la cual somos miembros por medio de la Superintendencia de Compañías.

En la Resolución N° CNV-010-2006 del Consejo Nacional de Valores en la que dentro de sus considerandos cita el informe del IOSCO que determina:

“El 27 de julio del 2005 la Organización Internacional de Comisiones de Valores presenta su informe final respecto del nivel de implantación de los objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores, en el que en síntesis establece “la jurisdicción evaluada presenta serias deficiencias en el cumplimiento de los Objetivos y Principios de IOSCO, en lo relativo a:

- Las competencias y funciones del regulador

- Las competencias del regulador para supervisar adecuada y continuamente las actividades de las instituciones autorreguladas.
- La necesaria distinción entre las competencias de las entidades autorreguladas y las responsabilidades propias del regulador y supervisor.
- Los mecanismos y procedimientos adecuados para la detección e investigación de condiciones inusuales de contratación o de conductas de manipulación de mercados.
- La difusión completa y oportuna de información significativa para las decisiones de los inversores.

Se ha constatado, de la misma manera, la carencia de desarrollo en relación con normas de segundo nivel, lo que obliga en ocasiones a remitirse a las Leyes generales e incluso a la Constitución.

Asimismo, se destaca la falta de manuales operativos internos para el mejor funcionamiento de la supervisión y monitoreo de los partícipes del mercado.”

Las conclusiones a las que llega el IOSCO no hacen más que confirmar que nuestra legislación presentan una serie de falencias, en cuanto a órganos reguladores y supervisores, es decir, que no existe una clara distinción entre las competencias y responsabilidades de propias del Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías en la que se podría incluir la Intendencia de Valores como parte de la misma. No se establecen, como hemos mencionado en reiteradas ocasiones los mecanismos y procedimientos adecuados para la detección e investigación de condiciones inusuales de contratación o de manipulación del mercado, en la que podemos citar claramente el uso indebido de información privilegiada, y por último la difusión completa y oportuna de información significativa para la decisión de los inversores, pudiendo mencionar la difusión pública de los hechos relevantes.

Es por todas estas razones que es imperante realizar una serie de reformas en la Ley de Mercado de Valores, teniendo claro la dificultad de realizar un proceso legislativo que permita realizar estos cambios, más aún en esta época de “cambios radicales” en la política del Estado, en la que ni siquiera contamos con un poder legislativo, y con la idea clara de la poca importancia política que tendrá para un

legislador realizar este tipo de reformas en nuestro país, pero que pueden llegar a ser de mucha mayor relevancia que una serie de cambios sociales destinados a afianzar un poder político, más no a un real desarrollo económico del país.

Por eso consideramos importante por lo menos dejar las pautas hacia un posible proyecto de reforma, que no vaya más allá de cumplir con los principios y objetivos internacionales, y que permitan el normal desenvolvimiento del mercado, la integridad del mismo, y sanciones claras a sus infractores.

Todos los países que se han citado como ejemplo han experimentado un período de transformaciones en sus legislaciones que les han permitido lograr el nivel de desarrollo de su mercado de valores que gozan en la actualidad, es así como citamos los argumentos de la Doctora María Luz Schachtebeck Morales miembro de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, quien colaboró a entender la realidad del mercado de valores chileno mediante una serie de comunicaciones mantenidas con dicha autoridad, la cual manifiesta respecto de la regulación de la figura del *insider trading* lo siguiente:

“La necesidad de regular la figura del *insider trading* resulta connatural al bien jurídico de las figuras que sancionan el uso de información privilegiada, a saber, la cautela de la transparencia del mercado, como bien superior a la igualdad entre los inversionistas. Ello unido al deber fiduciario de los *insiders* de una compañía, hace necesaria dicha regulación desde que por la situación de tales, se hallan en una posición de privilegio frente a los inversionistas, debiendo sancionarse cualquier forma de uso o abuso de la misma para fines personales o, con mayor razón, cuando ha sido para objetivos contrarios al interés social. De ahí el catálogo de deberes y prohibiciones a que se ven afectos (y que supera la prevención y castigo al uso de información privilegiada) y la necesidad de que se respeten celosamente, siendo el uso de información privilegiada por ellos severamente sancionado en nuestro sistema, estableciéndose incluso presunciones de acceso a la misma respecto de quienes detentan tal calidad.”

De esta manera quedan expuestas algunas de las razones que fueron tomadas en cuenta en Chile en 1993, cuando se incluyó la regulación del uso

indebido de información privilegiada en la Ley de Mercado de Valores, los cuales consideramos no deben ser distintos en nuestra legislación.

4.8. Propuesta de una nueva definición en la Ley de Mercado de Valores

Consideramos que es necesario realizar una separación entre el concepto de información privilegiada y del delito de uso indebido de información privilegiada, por lo que deberían constar de la siguiente manera en la ley:

Art. (...).- De la Información Privilegiada.- se entiende como información privilegiada toda información que tenga relación con uno a varios emisores de valores, respecto de hecho materiales, es decir, que el conocimiento de dicha información sea capaz de influir ya sea de manera positiva o negativa en el precio de los valores emitidos, mientras la información no haya sido divulgada al público. La capacidad de medir la influencia en el precio del valor de la información privilegiada será considerada a partir del criterio del inversor razonable o de hechos notoriamente relevantes. De igual manera se entenderá como información privilegiada la relativa a la que se tiene respecto a las operaciones de adquisición o enajenación a ser realizadas por los inversionistas institucionales dentro del mercado de valores.

Se presume que tienen acceso a información privilegiada todas las personas que en relación a su posición o cargo dentro de una empresa, o por su relación de dependencia y manejo de información respecto del emisor, de esta manera se incluye a los directores, administradores, accionistas a partir del 10% del total de acciones, como a sus familiares hasta segundo grado de consanguinidad; de acuerdo a su relación de dependencia o manejo de la información, se incluyen a las personas que desempeñan cargos de auditores, contadores, abogados.

Se presume el acceso a información privilegiada de todo funcionario público miembro del C.N.V., del Registro de Valores, de las Intendencias de Valores y de la Superintendencia de Compañías.

De igual manera dentro de un proceso de negociación se presumirá el acceso a la información mientras no se haya publicado, de los corredores de bolsa, casas de valores y analistas de mercado.

No se presumirá la posesión de información privilegiada la que manejen los analistas de mercado profesionales, que hayan obtenido datos o información del mercado en base a su estudio, conocimientos y experiencia.

Art. (...)- El Uso indebido de Información Privilegiada.- Se establece el deber de mantener en secreto la información privilegiada a todas las personas señaladas en el artículo anterior, y el de revelar la información al mercado por los mecanismos señalados en la ley en caso de estar autorizados para lo mismo. Se prohíbe el uso de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas en relación a la negociación de valores en base a la misma, para sí mismos o para terceros.

De igual manera se prohíbe la recomendación de operaciones en base a información privilegiada a terceros.

Las personas señaladas en el artículo anterior no podrán negociar hasta que la información haya sido hecha pública al mercado.

Para efectos de investigación y control se entenderá haber negociado en base a información privilegiada a partir del conocimiento del hecho relevante hasta que la información haya sido hecha pública.

Mediante esos dos artículos consideramos que la definición de información privilegiada, así como la de *insider* responden a los criterios contenidos en la doctrina, derecho comparado y principios del IOSCO.

4.9. El tipo Penal

Como se analizó anteriormente el artículo 27 de la Ley de Mercado de Valores establece responsabilidad penal en el caso de no guardar la reserva establecida en dicha norma respecto de la información privilegiada, pero no se establece el tipo penal ni la sanción, razón por la cual el establecimiento de una pena sin existir el tipo penal atentaría directamente a la más importante de las garantías del debido proceso establecida en el artículo 24 de la Constitución Política en su numeral primero que establece que nadie podrá ser juzgado por un acto u omisión que la momento de cometerse no esté legalmente tipificado como infracción penal, ni se aplicará sanción no prevista en la ley.

De acuerdo con ALBAN GÓMEZ “las leyes penales, a través de hipótesis abstractas, prevén las características que una conducta humana debe reunir para que sea considerada como delito. La tipicidad es precisamente la identificación plena de la conducta humana con la hipótesis prevista y descrita en la ley. En ese caso estamos frente a un acto típico.”¹³⁵

Y claramente el establecimiento de responsabilidad penal “a que hubiere lugar de conformidad con la Ley”, en el caso de no guardar sigilo respecto a información privilegiada, no constituye de manera alguna un tipo penal, es simplemente establecer una responsabilidad a partir de un deber. Lo cual como en el caso de iniciar un procedimiento penal o establecer una sanción, violaría las garantías constitucionales del debido proceso, específicamente el principio de legalidad.

La razón de la tipificación del uso indebido de información privilegiada las podemos encontrar en la doctrina y la jurisprudencia, y atienden principalmente a la ruptura del equilibrio económico visto a partir de la afectación que una negociación en base a información privilegiada le produce al mercado.

La afectación que se produce al mercado está basada en el hecho de que por medio del uso indebido de información privilegiada se atenta a la eficiente formación de los precios de los valores, los cuales tienen que formarse en base a la teoría de eficiencia del mercado en base a la oferta y la demanda, y

¹³⁵ E. ALBAN GÓMEZ, *Manual de Derecho Penal Ecuatoriano*, Ediciones Legales, Quito, 2004, p. 149

considerando que el mercado tiene toda la información necesaria del emisor que permite a los inversionistas tomar una decisión respecto de sus inversiones. Y aquí podríamos poner como representante de la economía y del mercado al Estado, quien sería el sujeto pasivo, porque es quien sufre de este tipo de conductas que alteran el normal funcionamiento de la economía.

Pero al negociar en base a información privilegiada no pública el *insider* quiebra este orden, y empieza a modificar el precio de los valores que está negociando en base a información que el resto del público inversor no posee, obteniendo de esta manera ganancias o evitando pérdidas, una vez que el hecho se ha dado a conocer al público, el insider ya obtuvo sus ganancias o evitó las pérdidas, cuando el resto dejó de ganar o evitar una pérdida.

Es así como HERNANDO HERNÁNDEZ citando a RAFAEL MIRANDA GALLINO define a un delito económico de la siguiente manera: “Es la conducta punible que produce una ruptura en el equilibrio que debe existir para el normal desarrollo de las etapas del hecho económico; o bien la conducta punible que atenta contra la integridad de las relaciones económicas públicas, privadas o mixtas y que, como consecuencia, ocasiona daño al orden que rige la actividad económica o provoca una situación de la que puede surgir este daño”¹³⁶. El equilibrio en el *insider trading* queda claramente roto como se demostró anteriormente. Además de romper el normal funcionamiento de las transacciones bursátiles, se daña al orden económico con este tipo de conductas, ya que la transparencia queda cuestionada lo que produce que la confianza de los inversores se vea disminuida, por lo que pueden darse situaciones de ordenes de venta masivas, afectando al mercado considerablemente, lo que en situaciones extremas podría producir la caída del mismo, dependiendo de la importancia que tenga el emisor dentro del mercado.

Para JESÚS DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, un delito financiero penal son: “los actos u omisiones que atentan contra la seguridad del tráfico jurídico, operaciones, patrimonio y el sano y eficiente manejo de las entidades

¹³⁶ H. HERNÁNDEZ, *Los delitos en la Actividad Financiera*, 3ra edición, Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez, Bogotá, 2005.

financieras, los cuales se tipifican penalmente”¹³⁷ Se entiende en este caso las bolsas de valores como entidades financieras parte del sistema financiero en general, y el *insider trading*, atentan contra su sano y eficiente manejo al distorsionar el mercado de una manera muy considerable. Y por último quisiéramos citar al MIGUEL BAJO FERNÁNDEZ, quién considera que para este tipo de casos se está hablando del orden económico en sentido estricto que es la regulación jurídica del intervencionismo estatal en la economía de un país, por lo que determina “a tenor de este concepto estricto los delitos económicos quedarían reducidos a aquellos que atentan contra la determinación o formación de los precios (...)”¹³⁸

Ahora es necesario ver quien o quienes son los sujetos activos del delito del uso indebido de información privilegiada, pero antes nos gustaría citar una definición de delincuente económico que nos la da Fabián Balcarce, al decir que: “se reconoce en general, que el delincuente económico surge fundamentalmente de un abuso o aprovechamiento de una posición de poder en el ámbito económico. Es un agente económico del sistema económico, solo que su actividad se desarrolla abusando de una posición de poder en circuitos de acumulación de capital”¹³⁹

Es lo que en materia penal financiera se conoce comúnmente como “delincuente de cuello blanco”, porque es una persona que notoriamente abusa de su posición en el ámbito económico, pero que para nuestro caso es más que evidente ya que un *insider* normalmente abusa de su posición dentro de la compañía emisora. Como lo vimos en el caso de Sebastián Piñera el abuso de condición de director de LAN y de Inversiones Santa Lucía a su vez para realizar negociaciones millonarias en base a información privilegiada. Situación de privilegio con la que no contaba casi ninguno de los demás inversionistas de LAN tanto en el mercado chileno como a nivel internacional.

¹³⁷ J. DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, *Delitos Financieros Teoría y Casos Prácticos*, p. 16

¹³⁸ M. BAJO Y S. BACIGALUPO, *Derecho Penal Económico*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2001, p. 35

¹³⁹ FABIÁN I. BALCARCE, *Derecho Penal Económico*, t. 1, editorial mediterránea, Buenos Aires, 2003, p. 57

Es tan evidente la situación de privilegio en la que se encuentran estas personas, que ellos son los que toman las decisiones que se constituyen como hechos relevantes en el mercado de valores capaces de influir en el precio de los valores.

En el caso de Patiño como se describió anteriormente es más grave aún, porque se trataba de decisiones de un Estado, y él en su calidad de Ministro de Economía era el portavoz de las decisiones del mismo, y en esa condición engaño al mercado anunciando un no pago de los intereses respaldado por el Presidente de la República, en beneficio de los intereses de otros inversionistas que realizaron operaciones para su beneficio o de terceros en base a información privilegiada de que si se iban a pagar los intereses de los bonos Global 2015.

Es por estas razones que consideramos que el tipo penal y la sanción para el delito de uso de información privilegiada debería decir estar configurado de la siguiente manera:

Art. (...)- Uso Indevido de Información Privilegiada.- Serán sancionados con reclusión menor ordinaria de 3 a 6 años, todas las personas descritas en el Art. (...) de la LMV, cuando utilizaren información privilegiada para negociar o recomendar, la compra y venta de valores, para su beneficio o el de terceros.

En el caso de ser un funcionario público de los descritos en el mismo Art. de la LMV, la sanción será de reclusión menor ordinaria pero tomando como agravante su condición de funcionarios públicos.

Consideramos apropiado que la sanción a los funcionarios públicos sea más severa debido a la exposición a altos niveles de corrupción en que se desenvuelven y además que por ley ellos son los llamados a administrar la información privilegiada antes de que sea puesta a disposición del público. Y además el establecimiento de la pena de reclusión porque no da derecho a rendir caución como lo establece el artículo 175 numeral primero del Código de Procedimiento Penal, lo cual es lógico en este tipo de delitos porque alguien que

obtiene beneficios de este tipo tendrá la suficiente capacidad económica como para pagar la fianza que se le imponga.

4.10. El proceso y la valoración de la Prueba

En la actualidad si bien no se cuenta con el tipo y sanción penal en la Ley de Mercado de Valores ni en el Código Penal del uso indebido de información privilegiada, es necesario realizar un análisis respecto a la valoración que nuestro sistema procesal penal daría a la pena en el caso de que se tipifique el delito y se imponga una sanción, porque es uno de los peligros para que este tipo de conductas queden en la impunidad.

Esto se vio claramente reflejado en el caso del Establecimiento Modelo Terrabusi de la Argentina, como se analizó anteriormente, caso en el que existían los preceptos legales claramente contenidos en la ley, que le permitieron al órgano de control establecer sanciones a los infractores, ganando inclusive la apelación. Pero al momento de realizar la interpretación en derecho el caso se desmoronó por la apreciación de la prueba, en virtud del análisis de la Corte Suprema de ese país.

Por lo que a continuación partiremos del presupuesto que existe el tipo y la sanción del uso indebido de información privilegiada, se da un caso reportado por la Intendencia Nacional de Valores, y llega a conocimiento del fiscal competente.

Primeramente por la naturaleza del delito sería de acción pública de instancia particular como lo establece el numeral segundo del artículo 34 del Código de Procedimiento Penal (CPP) para los casos de estafa y otras defraudaciones, porque consideramos que no se podría encasillar en otro presupuesto distinto al uso indebido de información privilegiada. La instancia particular significa que el ejercicio de la acción corresponderá exclusivamente al Fiscal, pero únicamente previa denuncia del ofendido. En este caso se podría hablar de una pluralidad de ofendidos porque el uso indebido de información privilegiada al afectar de manera directa al mercado, afecta directamente al resto

del público inversionista, a los socios de la compañía, a la compañía como persona jurídica, y como se analizó anteriormente inclusive al orden económico.

Por esta razón en virtud al artículo 52 del CPP, el ejercicio de la acción puede ser presentado por el ofendido, es decir, todas las personas señaladas anteriormente y en el caso de personas jurídicas su representante legal. El artículo además faculta para presentar acusación particular a los representantes de los órganos de control distintos del Ministerio Público, a quienes la ley faculta para intervenir como parte en los procesos penales que interesen a los fines de la institución que representan, por lo que podrían presentar dicha acusación el Intendente de Valores y el Superintendente de Compañías en su calidad de presidente del Consejo Nacional de Valores.

Consideramos además aplicable lo establecido en el artículo 35 del CPP respecto de los actos urgentes, el cual establece que en los casos de acción pública o de instancia particular, el Fiscal podrá realizar los actos urgentes que impidan la consumación del delito o los necesarios para conservar los elementos de prueba. Esto se daría obviamente en el caso de que los órganos de control y las bolsas de valores posean un mecanismo de información compartido el cual permita establecer alertas para los casos de uso indebido de información privilegiada.

En el caso de detectar una anomalía en base a la acusación particular por cualquiera de las personas o representantes mencionados, el Fiscal estaría facultado para impedir que las transacciones en base a la sospecha de uso indebido de información privilegiada se den o impedir que se sigan dando, además de proceder a la conservación de los medios de prueba, interviniendo en las órdenes de compra o venta, con la obvia dificultad de la rapidez con la que se manejan este tipo de operaciones en el mercado.

Una vez que se ha producido la denuncia de acuerdo al artículo 215 del CPP si el Fiscal lo considera necesario se inicia un el procedimiento de indagación previa previo a la apertura de la instrucción fiscal en la que se investigará los hechos presumiblemente constitutivos de infracción penal. Por la dificultad que presupone establecer los hechos constitutivos de la infracción

penal de *insider trading*, la indagación previa sería totalmente necesaria. El Fiscal la realizará con la ayuda de la policía judicial, y una vez más se debería contar con una unidad especializada en la materia.

Cumplida la etapa de indagación previa en virtud del artículo 217 del CPP, se daría pasó a la etapa de instrucción fiscal en que el Fiscal resolverá el inicio de la instrucción en cuanto considere que existen fundamentos suficientes para imputar a una persona participación en un hecho delictivo. En esta etapa el Fiscal realizará una serie de investigaciones para establecer los actos constitutivos de la infracción penal en un plazo no mayor a 90 días.

Concluidas las investigaciones a criterio del fiscal o fenecido el plazo el Fiscal está llamado a dictar dictamen acusatorio, si como lo establece el artículo 225 del CPP, si el Fiscal estima que los resultados de la investigación proporcionan datos relevantes sobre la existencia del delito y fundamento grave que le permita presumir que el imputado es autor o partícipe de la infracción, debe requerir por escrito al juez que dicte el auto de llamamiento a juicio. Caso contrario si el Fiscal estima que no hay mérito para promover juicio contra el imputado, emitirá su dictamen absteniéndose de acusar y pasará el expediente al juez.

Presentado el dictamen acusatorio por parte del Fiscal, de acuerdo al artículo 232 del CPP si el juez considera que de los resultados de la instrucción Fiscal se desprenden presunciones graves y fundadas sobre la existencia del delito y sobre la participación del imputado como autor, cómplice o encubridor, dictará auto de llamamiento a juicio. De igual manera el juez podrá dictar el sobreseimiento provisional o definitivo del proceso o del imputado, si el juez considera que la presunción de la existencia del delito, la participación del imputado no son suficientes, que los hechos no constituyen delito, o que los indicios existentes no conducen de manera alguna a presumir la existencia de la infracción.

Es aquí donde la valoración de la prueba en los casos de uso indebido de información privilegiada jugará un papel determinante para que el juez penal dicte el auto de llamamiento a juicio.

Como regla general el artículo 79 del CPP establece que las pruebas deben ser producidas en el juicio, ante los tribunales penales correspondientes y que las

investigaciones y pericias practicadas durante la instrucción Fiscal alcanzarán el valor de prueba una vez que sean presentadas y valoradas en la etapa del juicio. Es decir que solo una vez que se da el auto de llamamiento a juicio se podrían empezar a producir las pruebas, y de igual manera todo lo practicado en la instrucción fiscal alcanzará valor de prueba en base a la valoración que se haga en juicio.

En cuanto a la legalidad de la prueba el artículo 83 del CPP establece que la prueba sólo tiene valor si ha sido pedida, ordenada, practicada e incorporada al juicio conforme a las disposiciones del CPP, es decir, que cualquier prueba que se aporte sin haber sido legalmente practicada carecerá de valor, por lo que tanto el fiscal como los ofendidos deberían tener mucho cuidado en las pruebas que aporten al proceso.

Respecto a la finalidad de la prueba el artículo 85 del CPP establece que la prueba debe establecer tanto la existencia de la infracción como la responsabilidad del imputado.

Uno de los elementos más importante de la prueba es su apreciación por parte de los jueces y el tribunal penal, porque solo de esta manera tendrán valor en el juicio y se podrá establecer la responsabilidad del imputado y establecer la sanción, y de acuerdo al artículo 86 del CPP, las pruebas serán apreciadas de conformidad a la sana crítica. Es aquí donde una acción iniciada por el delito de uso de información privilegiada porque el juez en su sana crítica puede establecer que no se produjo infracción alguna si no tiene pruebas materiales que demuestren que el delito ha sido cometido por parte del imputado. Ya que el artículo 87 del CPP establece de manera expresa que las presunciones que el juez o tribunal obtenga en el proceso estarán basadas en indicios probados, graves, precisos y concordantes, lo cual dejaría sin lugar a la práctica e interpretación de pruebas circunstanciales como se lo hace en el derecho anglosajón, porque en la mayoría de los casos si tomamos como ejemplo las pruebas que sirvieron para condenar al imputado en el caso Estados Unidos de América c/ Mc. Dermott, James J. Jr, ya que llamadas telefónicas y relaciones amorosas no se constituirán como una presunción grave, precisa y concordante en nuestro sistema procesal penal.

Más aún si tenemos presente los requisitos establecidos en el artículo del CPP para que un indicio se pueda presumir el nexo causal entre la infracción y sus responsables, los cuales establecen que es necesario.

- 1.- Que la existencia de la infracción se encuentre comprobada conforme a derecho;
- 2.- Que la presunción se funde en hechos reales y probados y nunca en otras presunciones; y,
- 3.- Que los indicios que sirvan de premisa a la presunción sean:
 - a) Varios;
 - b) Relacionados, tanto con el asunto materia del proceso como con los otros indicios, esto es, que sean concordantes entre sí;
 - c) Unívocos, es decir que, todos conduzcan necesariamente a una sola conclusión;
 - d) Directos, de modo que conduzcan a establecerla lógica y naturalmente.

Partimos del hecho que la infracción ya se encuentra comprobada conforme a derecho, debido a que el legislador la incorporó en la Ley de Mercado de Valores, por lo que es una norma penal especial.

En cuanto a la presunción fundada en hechos reales y probados, y nunca en otras presunciones, se afrontaría uno de los graves problemas respecto a la valoración de la prueba ante los jueces y tribunales penales, porque como hemos podido desprender del análisis de jurisprudencia de los Estados Unidos, los jueces no siempre consideran necesario para sancionar a un insider la existencia de hechos reales y probados, en las sentencias se puede ver como se castiga inclusive a comportamientos negligentes, y más aún cuando se basan en pruebas circunstanciales.

Al establecer el requisito de que sean relacionados tanto con la materia del proceso, de manera que sean concordantes con otros indicios, el candado para la utilización de pruebas circunstanciales.

Por estas razones el juzgamiento de nuevas figuras en el ámbito penal se vería muy dificultado, porque el análisis de las pruebas en nuestro sistema debe ser realizado respecto a lo que establecen los códigos de procedimiento, situación que además está garantizada en las normas del debido proceso contenidas en la Constitución.

Como conclusión podemos ver que es necesario una serie de reformas procesales y la existencia de jueces especializados en materias de alta exigencia técnica como la del mercado de valores y en específico el mercado bursátil. Pero aunque no exista la posibilidad de realizar este tipo de cambios en nuestra administración de justicia, se debe empezar por sancionar a este tipo de delitos, y crear una conciencia de respeto a los principios y normas que rigen el mercado.

4.11. Órganos de Control y Supervisión

En los puntos anteriores se analizó las funciones del C.N.V. como órgano regulador y encargado de dictar las políticas del mercado de valores y de la Intendencia de Valores de ejecutarlas, pero en base al informe del IOSCO y de los que hemos realizado en la misma ley, podemos establecer que las competencias no están bien definidas.

El Consejo Nacional de Valores como lo establece el artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores estará conformado por 7 miembros 4 del sector público y 3 del sector privado, el presidente es el Superintendente de Compañías. El resto de funcionarios públicos lo integran el Superintendente de Bancos, Presidente del Directorio del Banco Central y un delegado de la Presidencia de la República.

Cada uno de estos miembros se desempeñan en cargos de alta complejidad, presión y responsabilidad, en cada una de la entidades anteriormente descritas, por lo que es fácil llegar a la siguiente reflexión, ¿Acaso todos tienen la capacidad y el tiempo para reunirse en el C.N.V. y dictar las políticas que regulan al mercado?, siendo la respuesta por demás sencilla, la cual es no, cada uno deberá velar por el funcionamiento de sus organismos, lo cual les demandará una carga de tiempo muy significativa.

Además de que no existe garantía de que todos sean expertos en valores, porque su designación la lograron por ser expertos en otras áreas como la bancaria o de compañías, lo cual resta más aún la capacidad del órgano rector del mercado de valores. Y más aún si se dan casos como el de los últimos días en el que el Superintendente de Compañías ha sido destituido por el Tribunal Supremo Electoral,

lo cual mientras no se solucione el tema y quede la vacante, el C.N.V. no se reunirá y el mercado de valores seguirá funcionando sin control de su máxima autoridad.

Es por esta razón que considero que el C.N.V. como órgano rector del mercado de valores tiene que estar conformado de otra manera, en la que cuente con miembros permanentes dedicados únicamente a las funciones del C.N.V., elegidos en base a su aptitud y conocimiento del mercado de valores, lo cual garantizaría una mejor regulación del mercado de valores, además de la supervisión de los órganos de menos jerarquía.

Por otro lado las Intendencias de Valores de Quito y Guayaquil, deben contar con mayores atribuciones para el control e investigación de los entes que participan dentro del mercado. De esta manera podrán observar el correcto cumplimiento de la Ley de Mercado de Valores y de las resoluciones emitidas por el C.N.V.

En cuanto a la investigación y control deberá contar con los medios idóneos para la misma, de manera que pueda ser un órgano de control como la SEC o la SVS los cuales tienen acceso inmediato a la información en el mercado de valores, y los entes participantes en el mismo tienen la obligación de comunicarles de cualquier suceso de relevancia para el mercado.

La ley además debe fijar normas que permitan que la Intendencia de Valores pueda intervenir en las compañías que se encuentren bajo la sospecha de haber cometido algún delito o infracción dentro del mercado de valores, el poder de parar transacciones y analizar a profundidad el manejo de la información dentro de las compañías.

Por último tener la capacidad de actuar de oficio y presentar las denuncias ante el Ministerio Público en el caso de delitos, procesos en los que deberán ser las llamadas a iniciar las acciones, y ser sujetos activos dentro del proceso, presentando las pruebas, estudios y análisis de los casos particulares. Razón por la cual considero que deberían ser un órgano independiente de la Superintendencia de Compañías, porque se tienen que manejar dentro de las políticas del mercado de valores exclusivamente.

Únicamente de esta manera se podrá evitar que prácticas ilegales como el uso indebido de información privilegiada queden impunes, y de esta manera tener un

mercado no intervenido sino bien regulado, que garantice la libertad, transparencia, competitividad y confianza en el mismo.

CONCLUSIONES

En este estudio se ha podido demostrar la importancia de los mercados de los valores en la economía de los estados, en cuanto son un mecanismo eficaz para canalizar el ahorro de las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias que necesitan capital para los proyectos de inversión, logrado un equilibrio entre ambas magnitudes, lo que permite en condiciones normales un crecimiento económico continuo y sostenido.

Para que los mercados de valores funcionen de manera normal y puedan llegar a ser mercados perfectos y eficientes, es necesario garantizar la libertad, transparencia, igualdad y competitividad de los mercados. Esto se lo puede lograr únicamente garantizando la igualdad de condiciones de acceso a información transparente y veraz, que debe ser hecha por pública por parte de los emisores, lo que permite que los precios de los valores reflejen su valor real en el mercado.

Por esta razón la importancia que le ha otorgado la teoría, doctrina, derecho comparado y la jurisprudencia a regular y sancionar todo tipo prácticas ilegales por parte de los participantes del mercado, las cuales afectan de manera directa al equilibrio y transparencia del mercado, incidiendo en la confianza del público inversor y trastornando el orden económico.

El análisis de la jurisprudencia norteamericana nos ha demostrado la importancia de la regulación de este tipo de prácticas engañosas y fraudulentas, a través del análisis de la figura del *insider trading*. Si bien la normativa de valores de norteamericana puede llegar a ser muy amplia y prestarse a varias interpretaciones, los fallos de la Corte Suprema se han constituido no solo en el pilar que ha desarrollado

una figura tan compleja y delicada, sino que a su vez han permitido al derecho comparado entenderla de manera clara y ha sido una importante influencia que se ha visto reflejada en las diferentes legislaciones.

Entre los elementos más importantes que nos ha otorgado el análisis de la jurisprudencia estadounidense podemos destacar primeramente la responsabilidad fiduciaria que se establece del *insider* hacia los accionistas, en la que se destaca la obligación de éstos de no divulgar la información privilegiada y de no transar hasta que esta haya sido divulgada. Como se analizó en *Cady, Roberts & Co.*, los *insiders* tenían la obligación de abstenerse de transar hasta que la información haya llegado a todo el público inversionista, y además debían haber tomado las precauciones necesarias para cerciorarse de que esa condición haya cumplido antes de transar, lo que demuestra que la negligencia o la buena fe en estos casos no puede ser alegada por este tipo de personas sujetas a tales restricciones.

En el caso de la SEC v. *Texas Gulf Sulphur* se demostró la responsabilidad de los directores de las corporaciones de emitir comunicados veraces y claros de los hechos o circunstancias relevantes de los negocios corporativos, la incidencia de un comunicado engañoso emitido al público inversionista para obtener beneficios al negociar con información privilegiada no pública es muy peligroso, y de ahí la necesidad de que los órganos reguladores del mercado tengan la potestad y responsabilidad de analizar dichos comunicados. Por otro lado se denotó la posibilidad de castigar a los directores, ejecutivos o accionistas que se valieron de estas circunstancias para negociar mientras no se había divulgado la información. Un caso muy sonado en la actualidad que tiene características muy parecidas en cuanto a la divulgación de información respecto a un hallazgo importante pero en este caso falso es el de *Petrobras*, en el que se está investigando si existieron personas que se beneficiaron del anuncio del descubrimiento de una importante reserva de petróleo.

Un elemento de vital importancia es el que podemos determinar a partir de *Chiarella v. United States*, en cuanto el silencio a partir del conocimiento de información privilegiada por parte de un *outsider*, no es violatorio de la reglas antifraude, ya que no existe la relación fiduciaria *insider* –accionista que es uno de los requisitos básicos para imponer las sanciones derivadas de ese tipo de conducta. Esto

es de vital importancia para limitar el alcance de las regulaciones de *insider trading* porque se constituye como una de las excepciones en beneficio de las personas que pudieron conocer información privilegiada pero que no tienen responsabilidad alguna respecto a la misma.

Y en general el criterio compartido por parte de la Corte Suprema de los Estados Unidos de que no toda negociación realizada por un *insider* es ilegal siempre y cuando éste haya esperado el momento en el que estaba facultado para realizar las transacciones, ya que sería ilógico restringir ese tipo de operaciones a personas que por lógicas razones cuentan con una mejor información y criterio de las empresas de las cuales son *insiders* pero sin que esto llegue a ser ilegal y sancionable en todos los casos. Esto se extiende a la protección que se les da a los analistas expertos de mercado quienes por su gran conocimiento y estudio profundo del mercado pueden llegar a tener en sus manos información relevante del mercado que les permite informar a sus clientes acerca de las condiciones del mercado para que estos puedan tomar mejores decisiones de compra o venta de valores, sin que esto de igual manera sea una conducta sancionable.

Respecto de las definiciones otorgadas por la doctrina y el derecho comparado hemos podido ver que todas marcan una tendencia muy parecida, pero que además se encuentran muy influenciadas por el desarrollo de la figura a partir de las interpretaciones judiciales de las cortes estadounidenses.

Hemos podido ver el papel de la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO, en cuanto emitir los principios básicos de los mercados de valores, y la tendencia unificadora que esta organización quiere otorgar a las legislaciones de valores de sus miembros para tener normas uniformes que garanticen la seguridad y transparencia del mercado, específicamente para nuestro interés la regulación del *insider trading*.

Al analizar el caso chileno de Piñera-LAN, se ha podido demostrar el papel clave de los órganos reguladores del mercado al momento de investigar y sancionar el uso de información privilegiada, y las importantes conclusiones a las que se llegan en la resolución de la Superintendencia de Valores y Seguros, en cuanto a la importancia y

trascendencia en el mercado de la publicación de los estados financieros de las compañías.

En el caso del Ecuador se puede concluir que la figura del uso indebido de información privilegiada no se encuentra bien regulado, existen una serie de vacíos legales en la Ley de Mercado de Valores, los cuales no se constituyen como una garantía para evitar este tipo de prácticas en nuestro mercado de valores, así como la dificultad de establecer responsabilidad civil, y penal por no encontrarse el delito tipificado ni en la Ley de Mercado de Valores ni en el Código Penal.

Tal es la gravedad de la situación actual de nuestra Ley de Mercado de Valores y órganos de regulación y control que en el 2005 la Organización Internacional de Comisiones de Valores en su informe respecto a la implantación de los principios y objetivos de dicho organismo estableció que nuestra jurisdicción presenta varias deficiencias.

Por lo que una recomendación hacia el Consejo Nacional de Valores es que se cumpla la Resolución N° CNV-010-2006 en la que se establece como política de mercado de valores la implantación de dicho organismo, resolución que fue emitida en el año 2006.

La única vía que se podría tomar es la de las sanciones administrativas, las cuales también se ven dificultades por las escasas competencias con las que cuentan los órganos de control, en especial las que vendrían a ser la unidades de investigación es, decir, las Intendencias Nacionales de Valores, a las cuales son se les otorga la tarea de proceder al establecimiento de las mismas, más no el poder necesario de intervenir y sancionar.

Es imperante la necesidad de contar con mecanismos por los cuales los órganos de control puedan compartir la información con las bolsas de valores en cuanto a las negociaciones que se dan en ellas, y con los emisores respecto de los hechos relevantes, porque de otra manera en la actualidad es casi imposible detectar cualquier anomalía que se produzca en el mercado de valores.

Es por eso que se necesita un cambio en la legislación en el que se regule el uso indebido de información privilegiada de una manera clara y completa, que contenga todos los elementos necesarios para determinar cuando se produce una violación a esta

regulación así como las excepciones del caso, en fin tener una normativa con un alcance determinado y aplicable a nuestra realidad.

En cuanto a las sanciones es necesario establecer las mismas en la ley, no pueden ser únicamente enunciativas, se tiene que establecer cual es la responsabilidad civil en estos casos, y tipificar el delito y su sanción en la misma Ley de Mercado de Valores, para que los jueces y fiscales sean capaces de sancionar dicha conducta por denuncia o por petición de los órganos de control, además de que el establecimiento de dichas sanciones responda al principio de legalidad consagrado en nuestra Constitución Política.

En cuanto a la valoración de la prueba en nuestro sistema procesal penal se ha encontrado una serie de problemas que implicaría implementar criterios de valoración de pruebas circunstanciales como se lo hace en los Estados Unidos, por la dificultad de determinar materialmente a los imputados por las circunstancias en las que se dan las negociaciones en el mercado de valores, ya que existen normas de interpretación de las presunciones muy cerradas en el Código de Procedimiento Penal.

En definitiva el Ecuador tiene la necesidad de garantizar la transparencia y confianza en su mercado de valores, y no solo mediante la regulación del uso indebido de información privilegiada, que en este caso ha servido como un ejemplo de la falta de importancia que le da nuestra legislación al regular las prácticas abusivas o desleales en el mercado, y que pueden estar ocurriendo a vista y paciencia de las autoridades y del mercado día a día, sin que se haga absolutamente nada.

Caso contrario, esperar que un mercado de valores crezca y tenga la importancia dentro de la economía que debería tener, como uno de los medios que canalizan el ahorro hacia la inversión, y atraen a la inversión extranjera, va a seguir siendo una realidad muy lejana. Esto hará que lamentablemente nuestro país siga dependiendo de recursos tan frágiles e inestables como el petróleo o las remesas de los inmigrantes, lo cual no es garantía alguna de progreso y estabilidad en la economía.

BIBLIOGRAFÍA

ALBÁN GÓMEZ, ERNESTO, *Manual de Derecho Penal Ecuatoriano*, Ediciones Legales, Quito, 2004.

ANDRADE UBIDIA, SANTIAGO., *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano*, Fondo Editorial del Colegio de Jurisprudencia de la Universidad San Francisco de Quito, Quito, 2002

BAJO, MIGUEL Y BACIGALUPO, SYLVINA: *Derecho Penal Económico*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2001

BALCARCE, FABIÁN, *Derecho Penal Económico*, t. 1, editorial mediterránea, Buenos Aires, 2003

CACHÓN BLANCO, JOSÉ ENRIQUE.: *Derecho del Mercado de Valores*, t.I, Dykinson, Madrid, 1992.

DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, JESÚS: *Delitos Financieros. Teoría y Casos Prácticos*, Porrúa, México, 2005.

GARCÍA DE ENTERRÍA, JAVIER: *Los Delitos Societarios. Un Enfoque Mercantil*, Civitas Madrid, 1996.

GARCÍA DE ENTERRÍA, JAVIER: *Sobre la Eficiencia del Mercado de Capitales. Una Aproximación al <<Securities Law>> de los Estados Unidos*

HERNÁNDEZ, HERNANDO, *Los delitos en la Actividad Financiera*, 3ra edición, Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez, Bogotá, 2005.

MONTALVO, MARIANA: *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*, t.1, Ecuador, 1998.

NOVOA, RAÚL Y NOVOA MUÑOZ, GABRIELA: *Derecho del Mercado de Capitales*, 2da Edición, Editorial Jurídica Chile, Santiago, 1997

PLASCENCIA VILLANUEVA, RAÚL: *Los Delitos Contra el Orden Económico*, segunda edición, Porrúa, México, 1999.

ZAVALA EGAS, XAVIER: *Régimen Punitivo en el Mercado de Valores*, Edino, Guayaquil, 1995.

Actas de las II jornadas de derecho de la empresa, *Revista de Derecho de Empresa*, Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 2005

COMITÉ DEL MERCADOS EMERGENTES DEL IOSCO, Reporte de la Comisión”, marzo del 2003, disponible en: www.iosco.org., consultado: 18 de febrero del 2008

CUARTAS, FRANCO., Tipos de Activos Financieros, disponible en: <http://www.gacetafinanciera.com/Tipos%20de%20Activos%20Financieros.doc>, consultado: 2 de mayo de 2008.

FALASCA, FERNANDO: Análisis Comparativo del Sistema Probatorio en Materia de “Insider Trading” en Argentina y U.S.A., Revista Electrónica de Derecho Comercial, disponible en: www.derecho-comercial.com, consultado: 10 de febrero del 2008

MOFFAT, MARÍA PÍA: Insider Trading, disponible en. www.espaciosjuridicos.ar, consultado: 10 de enero de 2008.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION DIVISION OF ENFORCEMENT TRAINING PROGRAM: Insider Trading Investigations, septiembre 2000, disponible en: www.sec.gov, consultado: 25 de enero del 2008.

REAÑO PESCHIERA, JOSÉ LEANDRO, *La Criminalización de las Transacciones Bursátiles con Información Privilegiada: El Delito de Insider Trading*, disponible en: <http://www.unifr.ch/ddp1/derechopenal/articulos/pdf/Reano1.pdf>, consultado: 19 de marzo del 2008

ZUNZUNEGUI, FERNANDO: ¿Qué es el Insider Trading?, Revista del Derecho del Mercado Financiero, Octubre de 2006, disponible en: rdmf.worldpress.com, consultado: 30 de enero del 2008.

Jurisprudencia:

UNITED STATES SUPREME COURT: Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988), 213, 215,
en S, THOMAS(compiladora), Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

UNITED STATES SUPREME COURT: Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961), en S, THOMAS(compiladora),
Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

UNITED STATES SUPREME COURT: Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980), en S, THOMAS(compiladora),
Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

UNITED STATES SUPREME COURT: Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983), en S, THOMAS (compiladora),

Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969), en S, THOMAS (compiladora), Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *United States v O'Hagan*, 117 S Ct 2199 (1997), en S, THOMAS (compiladora), Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Speed v. Transamerica Corp.*, 3 Cir., 1956, 235 F.2d 369, en S, THOMAS (compiladora), Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

UNITED STATES OF AMERICA SUPREME COURT, *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983), en S, THOMAS (compiladora), Obligaciones de los Directores y Ejecutivos de Empresa Frente a la Compra y Venta de Valores, s/e.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS CHILE: Res. Exenta N° 306, 06/Julio/2007, SVS, Ref. Aplica Sanción al Señor Sebastián Piñera Echenique, disponible en: www.svs.cl/documentos/, consultado: 10 de enero de 2008.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS CHILE: Res. Exenta N° 307, 06/Julio/2007, SVS, Ref. Aplica Sanción al Señor Juan José Cueto Plaza, disponible en: www.svs.cl/documentos/, consultado: 10 de enero de 2008.

CORTE SUPREMA DE LA REPÚBLICA ARGENTINA: Resolución N° 15125, Buenos Aires, 28/Julio/2005, CNV, disponible en: www.cnv.gov.ar, consultado 12 de enero de 2008.

COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES OF THE U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES, *Securities Exchange Act 1934*, 2004, disponible: www.sec.gov, consultado 15 de diciembre de 2007.

Directiva del Consejo de la Comunidad Económica Europea 89/592/CEE, disponible en: europa.eu/, consultado: 13 de febrero 2008.