



EL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA (*INSIDER TRADING*): UNA PERSPECTIVA ÉTICA

CARLOS MOREDA DE LECEA

1. *Naturaleza del abuso de información privilegiada o Insider Trading*

a) *Introducción*

Desde un punto de vista etimológico, en inglés de EE.UU. (en el Reino Unido es *insider dealing*), *insider trading*¹ describe la conducta abusiva de personas que se encuentran en el interior (*insider*) de una organización y, por el lugar que ocupa, obtienen una información relevante para el precio de las acciones de la sociedad que usarán en operaciones comerciales (*trading*) para obtener un beneficio personal o evitar una pérdida cierta o potencial.

Se considera *insider* a los miembros del Consejo de Administración, Directores, empleados y profesionales o sociedades que prestan servicios de consultoría, auditoría, etc. a una empresa, o los funcionarios públicos que autorizan las operaciones bursátiles. Esta descripción no abarca a las personas a las que, siendo extrañas o externas a la organización, les llega la información por otros caminos —p. e. de los *insiders*, o las inducen de ciertas transacciones— y la usan también en beneficio propio. Por esta razón, el término francés *initié*, iniciado, que abarca un mayor número de personas, ha sido utilizado por el derecho comunitario cuando legisla sobre esta cues-

1. He estudiado este tema en MOREDA DE LECEA, C., *La Especulación*, Boletín de Estudios Económicos 147 (1992) 369-389. *Los peligros de la especulación en la economía actual*, Signo de los Tiempos, 84 (1994) 30-34. *La especulación en la economía actual*, Técnica Económica 152 (1995) 26-33. *La Especulación ¿es inmoral?*, Expansión 15.VII.95, p. 21.

ción² en lugar del anglosajón *insider*. Las legislaciones sancionan esta conducta cuando tiene lugar en la bolsa; nosotros, teniendo en cuenta el punto de vista legal, consideraremos una perspectiva más amplia. Usaremos habitualmente el término *insider*, pues aunque pueda parecer equivalente al *initié*, este último comporta siempre un carácter negativo. En los años más recientes, a través del Análisis Económico del Derecho, se ha difundido que por *insider trading* debe entenderse cualquier negocio en el que la información que disponen las partes es asimétrica, de modo que una está mejor informada que la otra³. Sin embargo, como en la mayoría de las transacciones la información es asimétrica, nosotros estudiaremos el *insider trading* en su naturaleza más habitual, y conforme a la noción clásica.

b) *El insider trading en distintos países*

El tema comenzó en los Estados Unidos a comienzos de siglo, con la aparición de los «pools» de especuladores en los que, con frecuencia, entraban «insiders», administradores de compañías, con cuya información se basaban las manipulaciones de las cotizaciones. Estos hechos de corrupción provocaron las leyes de valores de 1934 (Securities Exchange Act, SEA) y la organización de la prestigiosa SEC («Securities Exchange Commission») para desarrollar e interpretar las leyes bursátiles y garantizar la equidad del mercado de valores. Entre otras medidas, se facultó a la SEC para obligar a los *insiders* —personas físicas o jurídicas— a devolver los beneficios adquiridos ilegítimamente. Se obligó también a declarar a la SEC las tenencias de acciones que alcanzasen un 10% del capital (actualmente, un 5%), que la SEC publicaba. Sin embargo, el Derecho federal norteamericano no prohíbe expresamente el *insider trading*: la norma de la sección 16 (b) de la *Securities Exchange Act* (SEA) de 1934 no sanciona el *insider trading*, sino que sólo lo previene. La SEC lo considera entre los grandes fraudes de valores y sancionará no el uso de información privilegiada sino el no cumplir el deber de informar a la otra parte de la transacción.

En Francia constituye delito desde 1967 («*délit d'initiés*»). La Comisión de Operaciones de Bolsa tiene amplios poderes para inspeccionar los mercados. En Italia la situación es regulada por el art. 2. 622 del Código

2. Directiva 89/592 CEE, 12.XI.1989. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, Ley 334/30.

3. MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *El «Status quaestiones» sobre el «insider trading» en el Derecho Federal de los Estados Unidos*, Revista de Derecho Mercantil, 1991, p. 798.

Civil, que tiene un carácter penal, más restrictiva que en Francia. Desde 1980 constituye delito en Gran Bretaña, y se han conferido facultades al Ministerio de Industria y Comercio para detectar y perseguir los fraudes; tiene una gran cooperación con Estados Unidos en la represión de los abusos. En Japón, las leyes en esta cuestión son similares a las norteamericanas, pero se dan muy pocas casos de persecución por las autoridades porque apenas hay ofertas públicas de acciones hostiles⁴.

El derecho norteamericano define *insider trading* de esta forma: «Buying and selling of corporate shares by officers, director and stockholders who own more than 10% of the stock of a corporation listed on a national exchange»⁵. La Directiva comunitaria lo define como información no pública, de carácter preciso, referida a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o esos valores. Según el artículo 2 de la Directiva son objeto de la prohibición las personas que dispongan de información por: su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o control del emisor; su participación en el capital social del emisor; o, tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones. Esta prohibición se extiende a aquellas personas que posean una información cuyo origen directo o indirecto sólo puede ser una de las personas mencionadas anteriormente.

La Securities Exchange Commission define *insider trading* como «el acto de comprar o vender valores mientras se posee información no pública sobre el ente emisor o sobre el mercado del ente emisor»⁶. La ley española del Mercado de Valores define en el artículo 81 la información privilegiada prácticamente igual que la Directiva Comunitaria; sin embargo, en el apartado 2 de su nueva redacción amplía el sujeto de la prohibición a «todo el que disponga de alguna información privilegiada» cualquiera que sea la forma en que la hubiera obtenido. Abarcaría así al que hubiera recibido un soplo («tippee»), al que ocasionalmente hubiera oído una conversación (un taxista, un camarero) y a los consejeros, empleados, auditores, asesores, sociedades interpuestas, etc. Indica además que debe no sólo guardar secreto sobre una información sino también impedir que esa información

4. DEFARGUES, R., *El «insider trading», hoy*, Bolsa de Madrid, nº 99, abril 1987, p. 12-13. Cof. RODRIGUES SASTRE, A., *El delito financiero*, Madrid 1934.

5. *Black's law Dictionary*, 5a. ed. St. Paul Minnesota, p. 716.

6. Informe de la Comisión de Intercambio de Valores, nº 255 de 1983.

pueda ser objeto de utilización desleal, y se impone incluso el deber de denunciar los casos.

Como habrá observado el lector, el sentido de *insider trading* anglosajón tiende a subrayar al sujeto que posee la información; mientras que, el equivalente utilizado en España, información privilegiada, tiende a subrayar el contenido u objeto de la información (información privilegiada como información desigual, ventajosa o exclusiva) más que al sujeto que la posee. Esto es debido a que la noción española está tomada de la Directiva Comunitaria que, a su vez, procede del concepto francés «*delit d'initiés*» (delito de iniciados).

El tema es de gran actualidad a partir de los años 80 con algunos escándalos llamativos que han concienciado la opinión pública. En marzo de 1984 Foster Winans reportero del *Wall Street Journal* fue despedido del periódico y posteriormente sancionado, porque por medio de Carpenter llegó a conectar con los empleados de una casa de bolsa; antes de publicar sus artículos, Winans les informaba del contenido de los mismos y ellos compraban o vendían según esta información. El 18 de diciembre de 1987 la SEC impuso una multa de cien millones de dólares a Ivan Boesky —se dice que llegó a ganar 300 millones— por comprar información sobre fusiones e intervenir anticipadamente en la bolsa⁷.

2. *Insider trading* y secreto profesional

Las diversas áreas de la empresa dan lugar a informaciones que vienen a ser como la intimidad (lo más propio, a cubierto de los extraños) de su organización, y las cuales tienen una gran importancia para la supervivencia y desarrollo de la empresa. Piénsese en proyectos, fórmulas, precios, situaciones, expectativas, estrategias, nuevos productos, nuevos mercados, plazos, relación de clientes, etc. Esa información es generada, muchas veces, con gran esfuerzo de los empleados e importante gasto económico. De hecho, la divulgación de muchas de esas noticias tendrá importantes re-

7. Otros como el caso francés «Pechiney» (cf. EL PAÍS, 22.I.1989, «Suplemento Dominical», p. 9). El primer caso sancionado en España fue al Director Administrativo de Dragados y Construcciones por una OPA que Dragados hizo sobre CAE en 1990 (cf. MERCADO, 13.IV.1992). Posteriormente, ha habido el caso Ibercorp (MUNDO, 13.VII.1994, p. 38) y recientemente se ha sancionado a un consejero del Banco de España por vender acciones de Banesto con información privilegiada (cf. EXPANSIÓN 20.VII.1994).

percusiones económicas en la continuidad de la empresa y su cuenta de resultados. Por tanto, es lógico que sea custodiada por los administradores de la entidad y usada con reserva por los empleados cuya relación con la empresa les permita acceder, directa o indirectamente, a esa información, disponible sólo en interés de la sociedad y no en interés propio.

De esta forma, hay una información reservada, es decir, destinada para unos fines exclusivos y al alcance de aquellas personas que deban participar en esa actividad. Tales son directivos, empleados o asesores, auditores o consultores, etc., que reciben esa información exclusivamente para elaborar sus dictámenes. Precisamente, una parte importante del interés, no sólo económico, de esta información es debido a su reserva, a su exclusividad, pues tan pronto sea pública perderá gran parte de su valor. En otras palabras, lo propio de la información privilegiada es que es privilegiada, es decir no sólo desconocida por el público sino que sobre ella pesa el deber de ser inaccesible para terceros.

Nos encontramos así con el secreto profesional, un tipo de secreto confiado en el ejercicio de una profesión con un pacto, implícito o explícito, entre el profesional y la persona física o jurídica para la que trabaja de no revelar determinada información a personas ajenas; y que, en caso de hacerlo, tendría repercusiones directas, —económicas o no— en la persona física o jurídica para la que se trabaja, y en el bien común de la sociedad; por esta razón, su violación es injusta, atenta al deber fiduciario o de fidelidad existente frente al titular de la información y por tanto se le defrauda (al empleador del sujeto que usa la información o sus clientes). Va contra derecho y está tipificada en los códigos penales para proteger al titular del derecho al secreto. En el núcleo mismo de este secreto está la confidencialidad, es decir, la información reservada, por tanto no pública, que se hace partícipe a otra persona en la seguridad o fe de que hará un uso adecuado de ella. Tiene, por tanto, una estrecha relación con la lealtad, fidelidad, justicia y veracidad.

El deber de guardar el secreto puede presentar posibles conflictos en los intermediarios financieros plurifuncionales. Para evitar que en sus decisiones en el mercado de valores o en el asesoramiento a sus clientes se sirvan de informaciones reservadas se establece las llamadas *murallas chinas* (*chinese walls*). Se intenta evitar los trasvases de información dentro de la propia entidad: que los gestores de cartera no conozcan las órdenes de compra y venta que reciben los operadores ni estos conozcan que el departamento de adquisiciones está preparando una OPA.

El uso indebido de información privilegiada o *insider trading* supone, de alguna manera, un tipo de violación del secreto profesional: se desvela

una información reservada con un pacto que, al hacerse pública, influye en la cotización de uno o varios valores negociables en bolsa, de manera que el sujeto que desvela la información obtiene por sí o por otro un beneficio, no necesariamente económico. Se atenta así a la fidelidad, por no cumplir lo prometido —no guardar la legítima reserva pactada— o no ajustar los hechos a la palabra dada, y compromete la conciencia en proporción a la gravedad del daño resultante⁸. El Catecismo de la Iglesia Católica (n. 2491) se refiere especialmente a ello cuando dice: «los *secretos profesionales* —que obligan, por ejemplo, a políticos, militares, médicos, juristas— o las confidencias hechas bajo secreto deben ser guardadas». De un modo más general indica: «El bien y la seguridad del prójimo... el bien común, son razones para callar lo que no debe ser conocido».

La información se considera secreto mientras no sea pública. Desde la perspectiva del *insider trading*, por su valor económico, la información se considera pública no sólo cuando se ha divulgado a todo el que pueda estar interesado, sino cuando ha sido asimilada por el mercado y por tanto se ha reflejado en las cotizaciones. De manera que, puede ser considerada pública aunque no haya sido entregada a la prensa, y por tanto no sea disponible para todos los inversores, si ha habido filtraciones que se han reflejado en las cotizaciones. Sin embargo, no se considera pública si un *insider* puede negociar inmediatamente después de la divulgación cuando aún no se ha reflejado totalmente en los precios.

Los secretos oficiales son los mismos secretos profesionales reservados a los gestores de los asuntos públicos, bien sea por la naturaleza del asunto o bien por el cargo público que se tiene. Estos secretos son noticias en poder de los funcionarios cuya divulgación afecta a los deseos de los inversores y, por tanto, a las cotizaciones de los títulos. Pueden referirse a hechos internos de la empresa, situación patrimonial, planes de desarrollo, o a informaciones externas a la empresa como la variación del precio del dinero, índices económicos, o disposiciones legales que pueden afectar a la cotización de los valores.

3. *Insider trading* y el patrimonio de la empresa

El uso indebido de información privilegiada —*insider trading*— atenta también contra la justicia en cuanto que esa información es generada por

8. PEINADOR, A., *Moral profesional*, bac 215, Madrid 1969, p. 179.

el natural desenvolvimiento de la actividad empresarial y tiene como fin el crecimiento de la empresa. De esta forma, el directivo no es más que un administrador de los bienes de la empresa, dispone de sus bienes para su desarrollo, y entre esos bienes se encuentra la información. Es decir, hay una información exclusiva que, por ser un bien de la empresa, podemos considerar que forma parte de su patrimonio. Privar a la empresa del uso exclusivo de su información y usarla en beneficio propio es un abuso de confianza porque se usa el patrimonio de la empresa para el beneficio personal o, al menos, se le priva a la empresa de su uso exclusivo. Se deja de servir a la empresa para servirse de la empresa porque utiliza en su propio beneficio una información que debería ser aplicada exclusivamente al beneficio social.

Este deber de respetar el patrimonio, en el que se engloba la información, obliga, no solo a los administradores de la sociedad, sino también a todas las personas, tengan relación o no con la empresa que, por cualquier medio, reciben una información privilegiada: desde las personas que trabajan en la empresa, los asesores externos o cualquiera que casualmente se encuentra con esa información. Este último caso sería semejante al de quien encuentra un objeto perdido: es de su dueño, el cual tiene derecho a reclamarlo, al menos, durante el tiempo establecido.

Esta doctrina ha sido reactualizada en 1979 por la jurisprudencia norteamericana bajo el término *misappropriation* por el fiscal del conocido caso Chiarella. Un trabajador de imprenta, en su trabajo de imprimir, se enteró de la futura adquisición de una empresa por otra. Invertió en esta última y obtuvo unos beneficios de 30.000 dólares en 14 meses⁹. A partir del caso Winans, esta doctrina es la que viene siendo defendida por los tribunales federales, la SEC y aceptada de forma implícita por el Congreso de Estados Unidos.

Cuando se genera un beneficio en una empresa, ese beneficio corresponde a los propietarios de la empresa, o sea, a sus accionistas, pues al aportar capital tienen derecho a una parte de los beneficios, en proporción al dinero arriesgado; no parece justo que ese beneficio, o una parte del mismo, sea del primero que se entere de la generación de ese beneficio e intervenga en el mercado de valores con esa información.

Hemos visto que el directivo o consejero que usa en provecho propio información privilegiada lesiona el deber de fidelidad hacia los accionis-

9. BRUDNEY, «Insiders, Outsiders, and informational advantages under the Federal Securities Laws» en *Harvard Law Review*, tomo 93, Cambridge 1979.

tas de la empresa que gestiona, pero además hace una apropiación indebida, pues, aunque la información no sea una *res*, ni un bien inmaterial, por pertenecer al patrimonio de la empresa, su uso en beneficio propio puede considerarse similar a la administración desleal del patrimonio ajeno por quien abusa de una posición de confianza. En caso de que no exista beneficio personal, según la SEC, no se puede afirmar que haya faltado contra el deber de fidelidad¹⁰, pero desde una visión ética sigue siendo injusto, porque no sólo es ilícito el beneficio que se obtiene sino también la forma de obtenerlo.

No debe valorarse igual la persona que trabaja para una compañía y tiene información privilegiada (*insider*) y un tercero, ajeno a la misma, que ha recibido dicha información por confidencia de alguno de los anteriores y la usa en provecho propio (*tippee*)¹¹. El primero está bajo una obligación de fidelidad a la compañía y a sus accionistas; el segundo no. La persona que escucha una información privilegiada a través de una confidencia (*tippee*) no actúa inmoralmemente, a no ser que sepa, o tenga que saber, que quien le ha confiado la información ha actuado de modo incorrecto¹², por ejemplo para darle a él un trato de favor frente al resto de los inversores.

Nos parece que el Catecismo de la Iglesia Católica se refiere a estos apartados cuando explica que el séptimo mandamiento «prohíbe el robo, es decir, la usurpación del bien ajeno contra la voluntad razonable de su dueño» (n. 2408) que se concreta al puntualizar que «toda forma de tomar o retener injustamente el bien ajeno, aunque no contradiga las disposiciones de la ley civil, es contraria al séptimo mandamiento. Así, retener deliberadamente bienes prestados» y concreta más adelante «la apropiación y el uso privados de los bienes sociales de una empresa» (n. 2409).

4. *Insider trading e igualdad de oportunidades*

El uso indebido de información privilegiada permite intervenir en el mercado con una ventaja que perjudica la igualdad de oportunidades para

10. Aplicación de la regla 14 e-3, apartado aj3.

11. En la jerga bursatil, el dar esa información se denomina *tip* (propina); la persona que la proporciona *tipper* y la que la recibe *tippee*.

12. Jurisprudencia del Tribunal Supremo de EE.UU. en el caso Dircks. (BROMBERG, A.-LOWENFELS, L., *Securities Fraud and Commodities Fraud*, vol III, supl. nov. 1984, p. 7).

los inversores y, en especial, la del pequeño accionista cuya posibilidad de obtener información es menor a la de las grandes sociedades¹³. Esta ventaja lesiona la justicia social y la justicia conmutativa porque el beneficio personal es a costa del beneficio social, y, a veces, a costa de la pérdida o menor beneficio sufrido por los demás inversores que han contratado títulos en condiciones, por desventajas, no equitativas. Es obvio que, en la mayoría de los casos, es muy difícil cuantificar estas pérdidas o menores beneficios porque los precios sufren modificaciones constantes.

Algunos autores norteamericanos, por ejemplo Wolfson¹⁴, opinan que los accionistas, como dueños del capital de la empresa, y en el ejercicio de su libre iniciativa económica¹⁵, pueden indicar en los estatutos de la sociedad si los directivos tienen derecho o no a usar en beneficio propio información privilegiada de la empresa. Los partidarios de esta solución dicen que debe ser el propio mercado quien, en el libre juego de sus funciones, dé un precio mayor o menor a las sociedades que toman esta decisión. Opinan como si el mercado gozase de lo que se ha denominado «privilegio de extraterritorialidad ética», olvidando que detrás de lo económico se esconden realidades que afectan a la dignidad de la persona¹⁶.

En la raíz de este planteamiento hay una cierta «idolatría del mercado» como si el mercado emitiese un juicio moral a través de sus precios cuando lo que hace es indicar la mejor asignación de recursos desde el punto de vista económico. Se olvida algo más profundo: la función social de la propiedad. Los accionistas de la empresa no son dueños soberanos de la empresa y no pueden prescindir de la colaboración de toda empresa al bien común. Si los accionistas autorizan a sus directivos a actuar en el mercado con información privilegiada atentan a la transparencia del mercado cursátil y por tanto al bien común, y no puede una sociedad decidir su mayor o menor cooperación con la transparencia del mercado.

Los planteamientos de Wolfson y demás autores nos muestran un problema de fondo: la diferencia entre la concepción cristiana y la concepción liberal radical sobre el bien común. Conviene tener en cuenta que la concepción de bien común es antropológica y tiene cierta correspondencia, pe-

13. CREMADES, B., *A la caza del «insider trading»*, Expansión 6.IV.1991, p. 31.

14. WOLFSON, N., «Policing from within», en *How to control insider trading* en *ABA Journal*, 1.III.1987, p. 39.

15. CARRIERO, G., *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano 1992, p. 8.

16. Cfr. SALINS, A.-VILLEROY DE GALHAU, F., *Las modernas actividades financieras a la luz de las exigencias éticas del cristianismo*, PPC, Madrid, 1994, p. 64.

ro no es igual, con la noción de interés general que se usa en el derecho público o la de interés colectivo en sociología porque no es algo sólo externo ni tampoco un concepto abstracto. Se define como «el conjunto de aquellas condiciones de vida social que permiten a los grupos y a cada uno de sus miembros el logro más pleno y fácil de su propia perfección» (*Gaudium et spes*, 26, 1). La noción individualista de bien común lo considera como la suma de los bienes particulares de sus miembros. Mientras en el primer caso «el bien común exige el *bienestar social y el desarrollo* del grupo mismo» (*Catecismo de la Iglesia Católica*, n. 1968) en el segundo, con criterios utilitaristas, considera el bien común de la empresa como la maximización del bien propio, dejando en manos del libre juego de las fuerzas de mercado la consecución del bien general.

5. *Insider trading y confianza en la bolsa*

Por sus características, la bolsa es caja de resonancia de la marcha económica de un país. Esto es debido a que es el mercado más próximo al de competencia perfecta, es decir en el que se dan las condiciones idóneas del mercado. Por ello, los que acuden a la bolsa tienen una gran confianza en la formación objetiva e imparcial de los precios y, por tanto, en la situación de equidad con la que todos participan en la contratación.

Esto hace de la bolsa una institución al servicio del interés público y su buen funcionamiento también repercute en la marcha económica del país. Es una institución estrechamente ligada con el bien común, y el cumplimiento de sus características está relacionado con el bien de todos los individuos.

La técnica de contratación bursátil tiene como nota principal la transparencia. Se dice que un mercado es transparente cuando se conoce con claridad la calidad y el precio de los bienes que se negocian en él. La rentabilidad, seguridad y liquidez que el inversor busca en la bolsa exige que sea muy transparente. Es decir, los sujetos negocian en el mercado bursátil con la confianza de que toda información relevante que influye en la cotización de cada título-valor es pública. Dicho de modo contrario, no hay en el mercado bolsas de información vedadas al público general por la que algunos agentes gozarían de más ventajas que los demás a la hora de fijar el precio de la cotización. El *insider trading* significa la existencia de información incompleta para la generalidad de los inversores, lo que desdice de la transparencia del mercado, y, en con-

secuencia, los inversores no pueden valorar correctamente los riesgos que asumen¹⁷.

No se puede decir que todos los sujetos tengan una información plena, o que tengan la misma información, pues esto no es posible, pero sí puede decirse que todos los inversores que negocian tienen un acceso relativamente igual a la información ya que un mercado libre «presupone una cierta igualdad entre las partes» (*Centesimus Annus*, 15a), de manera que nadie, por la información que tiene, es capaz de influir ventajosamente o manipular los precios y aprovecharse de esa información sabiendo que es desconocida a aquellos con los que contrata¹⁸. Una situación de este tipo sería un abuso, distorsionaría el mercado, los agentes retirarían la confianza y se crearía una psicología anti-bursátil por la que el pequeño y mediano inversor se distanciaría de este mercado. En consecuencia, el ahorro se desviaría hacia otros sectores, subiría el coste de financiación de las empresas y se dificultaría a la bolsa cumplir las importantes funciones que tiene encomendadas.

El hecho de que una empresa acuda a la bolsa en demanda de ahorro supone que la sociedad acude al mercado para financiar sus inversiones amparándose en el crédito que goza, por su situación económica, ante los futuros inversores. De aquí que la bolsa, como institución encargada de vigilar y regular el mercado, debe desempeñar una función arbitral en el proceso de formación de los precios procurando que los inversores estén correctamente informados, puedan apreciar por sí mismos la calidad de la inversión, y asuman el riesgo. Esta misión está encomendada a unos organismos¹⁹, públicos o privados, con gran influencia pública, encargados de la dirección e inspección del correcto funcionamiento de la bolsa, especialmente como mercado transparente. Estos organismos dictan una serie de normas legales para regular la administración de empresas que pueden cotizar en la bolsa, da información a los inversionistas sobre estas empresas, fija el precio de los títulos y publica los precios y cantidades negociadas.

a) *¿Cuál es la información que debe dar el ente emisor?*

Parece evidente que tiene la misma obligación del vendedor en la venta: debe informar sustancialmente sobre la naturaleza del objeto de ven-

17. Cfr. VALENZUELA, F.-PEINADO, J. I., *La utilización abusiva de información confidenciales y privilegiadas en los mercados de valores*, NOTICIAS/CEE 81, p. 19.

18. FLETCHER, *Materials on the law of Insider Trading*, Durham, 1991, p. 116.

19. En España La Sociedad Rectora de la Bolsa y La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

ta declarando aquellos defectos ocultos al comprador. La jurisprudencia norteamericana considera que una información es importante cuando, si fuera dada a conocer a un inversor razonable y colocada junto al resto de la información disponible acerca del emisor y los valores, el inversor probablemente revisaría su valoración sobre los títulos, y, por tanto, es posible que afecte a los precios; esto es, es la que determina la decisión de comprar o vender²⁰.

Pero el vendedor no tiene obligación de informar sobre la competencia. Recuérdese el caso estudiado por Sto. Tomás de Aquino sobre «el vendedor que lleva trigo a un lugar donde hay mucha carestía y sabe que en su seguimiento llegan otros con más mercancías, lo que si fuera conocido por los compradores, darían al vendedor un precio más bajo»²¹, y su resolución: «el vendedor que vende una cosa según el precio corriente no parece quebrantar la justicia al no manifestar lo que va a suceder después»²². Aunque si a quien vendo es a un cliente y lo que va a suceder después puedo decirsélo sin perjudicar a terceros, debo decirsélo por la confianza que tiene depositada en mí.

De esta forma, las empresas autorizadas a ofertar sus acciones en bolsa están obligadas a informar de todos aquellos aspectos propios de su oferta que influyan en la cotización. A su vez, el accionista tiene derecho a ser informado correctamente por los administradores de la empresa.

b) *El derecho individual convertido en deber público*

A esa información no sólo tienen derecho los accionistas, como consecuencia del contrato con la compañía y presupuesto para el voto en la junta general, sino también todo posible inversor, que puede ser futuro accionista, y la sociedad en general por el carácter de institución pública y la importancia social del mercado de valores. Así, el Consejo de Administración no sólo está obligado a informar al accionista que arriesga su capital en la empresa, sino a toda la sociedad, cuyos miembros, al conocer la marcha del precio, pueden querer invertir en ella su capital. En el transcurso del tiempo se ha dado una evolución legal, que va desde la exclusiva protección del inversor privado a la protección basada en interés público:

20. MARTÍNEZ FLÓREZ, A., o. c. p. 816-817. LANGEVOORT, *Insider Trading Regulation*, cit., págs. 145-146.

21. *Suma Teológica*, II-II, q. 77, a. 3, 4.

22. *Ibidem*, ad. 4.

lo que comenzó siendo un derecho individual se ha convertido en un deber público²³. Por tanto, una venta o una compra, con información incompleta o engañosa por parte de un *insider*, supondría una transacción con dolo abusando de la buena fe del otro y atentando a la obligación fiduciaria.

La bolsa es un mercado especial en el que los objetos que se contratan no están presentes en el mercado²⁴ ni tienen valor por sí mismos, sino que son documentos representativos de deudas o del capital de una entidad, e incluso, desde hace pocos años, no son más que anotaciones en cuenta o derechos-valores. Por tanto, su precio de cotización procede del derecho que otorga frente al ente emisor, de su relación con quien lo ha emitido.

Si todo mercado puede exigir a los que participan en él la buena calidad de sus productos, la bolsa para proteger a los inversores puede pedir a los entes emisores que los derechos económicos incorporados a los títulos tengan una base patrimonial sólida y exigirles una información que permita determinar la calidad de los títulos negociados.

Además, a la falta de referencias habituales en otros mercados, hay que añadir el carácter aleatorio de toda inversión financiera, pues el inversor no controla, y muchas veces ignora, los proyectos de futuro de las entidades cuyos títulos adquiere. De ahí la importancia de dar un volumen de información que garantice una cierta igualdad de oportunidades y asegure la confianza de los inversores.

Por estas razones, la información que se requiere para que el mercado sea transparente no puede limitarse a los precios y al volumen de operaciones, sino que ha de abarcar las circunstancias que permitan formar juicio en la función «barométrica» de la bolsa, es decir, por su sensibilidad, la bolsa puede considerarse como un barómetro de la situación económica de un país.

Por otra parte, la sociedad de consumo también ha llegado a los título-valores en bolsa, por lo que la protección del inversor es análoga a la protección de los consumidores y usuarios de bienes de consumo. Surge así «el derecho a la información como un derecho subjetivo de los individuos que componen la masa consumidora de los productos financieros. El

23. GARRIGUES, J., *Hacia un nuevo Derecho mercantil*, (escritos, lecciones y conferencias), Madrid 1971, p. 175.

24. GARRIGUES, J., *Curso de Derecho Mercantil*, p. 59.

derecho subjetivo a la igualdad de oportunidades informativas resalta de cierta forma a consecuencia de la democratización financiera»²⁵. Efectivamente, el derecho a la información del consumidor es un derecho que asiste a todos los ciudadanos, porque todos son potencialmente consumidores. Grandes capas sociales son hoy potenciales inversores bursátiles «a los que se utilizan las apelaciones publicitarias con intención de captar adquirentes de ellos en el mercado»²⁶. Además, la información no puede estar reservada a los accionistas de hoy, muchos de los cuales mañana no lo serán para dejar sitio a otros. Por eso, es razonable que la información y publicidad bursátil exigida a los entes emisores siga los principios con los que se elabora el derecho a la información de consumidores y usuarios para extremar la protección del consumidor en su faceta de inversor.

c) *Cualidades de la información*

La transparencia del mercado bursátil exige fundamentalmente una información verdadera, conforme a la realidad económica y a la relación que otorga el título-valor frente al ente emisor; lo cual comporta que no sea fragmentaria sino sustancialmente completa²⁷; actual, para lo cual debe renovarse periódicamente con claridad, rapidez y continuidad. Estas últimas condiciones garantizan una buena operatividad en la elección de la inversión.

El abuso de información privilegiada tiene lugar al intervenir en el mercado con informaciones reservadas, pero también al usar la parte oculta de una información publicada incompletamente. Esta falta de transparencia lesiona el bien común pues el mercado pierde eficiencia interna en la asignación de los recursos, merma la confianza de los inversores y aparta la bolsa de su función social de interés público²⁸.

25. BENITO, E., *Abiertos al futuro*, en Bolsa de Madrid nº 100, Mayo 1987, p. 7.

26. CUESTA RUTE, J. M., *Las responsabilidades de las administraciones públicas por las alegaciones publicitarias de contenido financiero*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 8, 1985, p. 270.

27. Una media verdad puede ser tan mala como una mentira completa. En 1932, un tribunal inglés encarceló a Lord Kysant porque su compañía naviera había publicado un folleto en el que aparecía el beneficio neto medio de los últimos diez años y los dividendos de los últimos diecisiete años. Ambos datos eran verdaderos, pero se había ocultado deliberadamente el hecho de que los beneficios de los tres primeros de los diez años eran mucho mayores que los obtenidos durante los últimos siete años (Cf.. PRAT, M. o. c. p. 86).

28. SÁNCHEZ GUILARTE, J.-TAPIA HERMIDA, A., *El abuso de información privilegiada («insider trading» y operaciones de iniciados)* en «Rev. Derecho Bancario y Bursátil», 28 (1987) p. 765.

A partir de una misma información pública los sujetos pueden hacer interpretaciones distintas. En ello influyen sus conocimientos, experiencia, intuición y capacidad de soportar riesgo, todo lo cual da lugar a expectativas muy variadas.

Especialmente en la justicia americana hay abundante jurisprudencia sobre casos que fueron juzgados como información privilegiada y luego el tribunal supremo mostró que no era así. Pensemos en el caso *Dirks*: un analista financiero que investigó por su cuenta la situación económica de una compañía y comunicó a varios clientes el fraude de la sociedad²⁹. Tal vez, el caso más conocido fue la gigantesca operación bursátil realizada en la bolsa de Londres por el varón de Rotschild cuando su hermano, desde Bruselas, le informó mediante una paloma mensajera que Napoleón había sido derrotado en Waterloo. En este caso fue el ingenio el que permitió a varón de Rotschild acceder antes a la información, y anticiparse en el mercado. Pero la información que usó era pública.

6. Información privilegiada y eficiencia

Desde los años sesenta hay una cadencia de autores, sobre todo de la escuela de Chicago, favorables a la desregulación de la información privilegiada alegando que tiene un efecto positivo desde el punto de vista económico³⁰. Su análisis no tiene un carácter general sino que se limita a los *corporate managers* dejando fuera del ámbito a los supuestos más frecuentes: los de los asesores, consultores, auditores, etc., vinculados a la empresa por razones profesionales pero que no pertenecen como tal a la empresa.

Opinan que, el *insider trading* no supone ningún perjuicio para el inversor que contrata con el sujeto que posee información privilegiada, porque, aunque el insider no hubiera actuado, el inversor hubiera realizado la misma operación con cualquier otro participante en un mercado que se caracteriza por ser impersonal, lo que conduce a la idea de que el *insider trading* es un *crimen sin víctima*. Añaden además que, de esta manera, la in-

29. S. E. C., 463 U. S. 646.

30. Cfr. MANNE, H. G., *Insider trading and the Stock Market*, Nueva York: Free Press, 1966; *Ibid.* «In defense of insider trading», *Harvard Business Review*, 44, 1966. ALESSI, «Market egalitarianism» en POSNER/SCOTT, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Boston 1980, p. 949 y ss; HAFT, *The effect of insider trading rules on the internal efficiency of the large Corporation*, Michigan L. R., nº 80, 1982, p. 1051.

formación llega enseguida al mercado haciéndolo más eficiente ya que los precios reflejan mejor —de modo continuo y suave— toda la información. Si los administradores de las empresas son los primeros en recibir esa información es lógico que sean ellos los que la pongan en circulación, con la seguridad que da su posición dentro de la empresa, y obtengan un beneficio como retribución de su trabajo. Es más —se opina también— conviene que esa información llegue enseguida al mercado porque en el intervalo de retraso pueden tener lugar inversiones equivocadas.

La *liberal school* considera válida la misma ética que se basa en la maximización de la riqueza sin tener en cuenta su equitativa distribución ni el sentimiento de aversión y de desquite que nace en la sociedad hacia las personas cuya posición les permite unos beneficios de los que están excluidos los demás³¹. Se olvida que «los gobernantes han de orientar sus esfuerzos a que el bien común redunde en provecho de todos sin preferencia alguna por persona o grupo social determinado» (*Pacem in Terris*). «Y salvaguardar así las condiciones fundamentales de una economía libre, que presupone una cierta igualdad entre las partes» (*Centesimus Annus*, 15).

Estos planteamientos, al valorar excesivamente la eficiencia del mercado, olvidan que «la vida económica no tiende solamente a multiplicar los bienes producidos y a aumentar el lucro o el poder; está ordenada ante todo al servicio de las personas, del hombre entero y de toda la comunidad humana» (*Catecismo de la Iglesia Católica*, n. 2426). Se incide así en un punto capital de la relación entre actividad económica y actividad humana, y en el límite de la autonomía de la actividad económica respecto del orden moral.

Sin embargo, está demostrado que, en la práctica, la desregulación del *insider trading* no transmite nuevas informaciones al mercado, ni mueve los precios de forma significativa porque, habitualmente, los *insider* disponen de recursos limitados para sus operaciones, tan sólo ocurrirá cuando otros participantes por una filtración, por observación, por intuición deduzcan que hay *insider trading*, lo que sucede de forma lenta y esporádica³². También pueden darse casos aislados, muy poco frecuentes, en que el *insider trading* mejore la eficiencia económica del mercado, como puede ser el retraso que permite inversiones equivocadas.

31. LANGEVOORT, D., *Insider Trading Regulation. A Treatise of the Definition, Prevention and Regulation of Insider Trading*, New York, 1991, p. 15.

32. Cfr. MARTÍNEZ FLÓREZ, A., o. c., p. 802.

Respecto a la posibilidad de que el *insider trading* incentive y compense a los directivos, se ve difícil su puesta en práctica por su carácter ocasional y la dificultad de identificar a los verdaderos responsables del éxito de la empresa, pues éste cada vez más es fruto del esfuerzo colectivo de los colaboradores y no tanto de la actuación personal. Además, cabe el peligro de que los *management* se dediquen más a los negocios que ofrezcan provecho personal en lugar de guiarse por el interés de la empresa, con lo que su remuneración quedaría a su consideración, sin control de la sociedad.

Si a los *insiders* se les permite obtener ventajas de información no divulgadas, se incentiva retrasar la información que se da al mercado hasta que se pueda obtener lucro personal, de modo que se ralentiza la divulgación de la información y su incorporación a los precios³³. Y tampoco debe olvidarse que «cuando el poseedor de información privilegiada obtiene beneficios extraordinarios en su operación —por ejemplo, en una inversión proyectada por la empresa—, los beneficios de los demás accionistas serían menores»³⁴.

La literatura científica sobre esta cuestión ha estudiado de modo amplio el hecho que las cotizaciones y el volumen de transacciones de las empresas que van a ser adquiridas o fusionadas por otras suben siempre en las fechas previas al anuncio oficial de la adquisición o fusión. Muchos autores atribuyen el hecho de la subida al uso de la información privilegiada³⁵; otros³⁶ consideran que es posible que el uso de información privilegiada sea la razón de las subidas de las cotizaciones previas, lo valoran como condición suficiente, pero no es condición necesaria, ya que el periodo previo al anuncio del adjudicación se caracteriza por la aparición de noticias, rumores asequibles al público que recogen la probabilidad de que se realice la oferta de adquisición. De todas formas, «aunque las cotizaciones de las empresas que van a ser objeto de una oferta pública de adquisición de acciones suben antes y después del anuncio público de la misma, sólo

33. Cfr, *Ibidem*.

34. ARGANDOÑA, A., «Los problemas éticos en información privilegiada», en MELE, D. (Coordinador), *Ética, Mercado y Negocios*, EUNSA, Pamplona 1994.

35. KEOWN, A.-PINKERTOW, J. M., «Meyer annoysements and the insider trading activity: an empirical investigation» *Journal of journal* (36), septiembre 1981, pp. 855-869.

36. GUPTA, A.-MISRA, L., *Illegal insider trading: is it rampant before corporate takeover Public information and pre-announcement trading in takeover stock*, Institute for Research and Faculty Development, Bentley College, Massachussets, 1987.

à posteriori (y por supuesto en contados casos) se puede saber con certeza cuándo son el efecto del uso ilegal de información privilegiada y cuándo se basan en información pública conocida por el mercado»³⁷.

7. *Insider Trading* y especulación

Brevemente, la especulación puede definirse como una toma de posición —comprar, vender, permutar, etc.— en el mercado, o respecto a un índice, para obtener un beneficio, habitualmente cuantioso, por un cambio excepcional de los precios en el tiempo³⁸.

La especulación está presente en toda actividad económica por el deseo de maximizar el beneficio y por el deseo humano de anticipar el futuro, de conocer lo que sucederá con seguridad. Ante el temor de lo incierto, de lo que ocurrirá, el hombre estudia y calcula el presente tratando de saber el porvenir y luchando contra el azar. A corto plazo los precios intentan reflejar el futuro de la empresa y anticipar las reacciones futuras del mercado sin conseguirlo nunca del todo; en el margen entre el corto y largo plazo es donde actúa el especulador.

El especulador es un hombre de talento, conocedor del mercado, intuitivo, con astucia e inteligencia rápida, consciente de que las expectativas dinamizan los mercados. A través del estudio, de la observación, intenta prever la psicología del mercado, cuál será la opinión dominante dentro de un tiempo y, corriendo un riesgo, toma una posición, compra o vende, en el mercado. Cumple así una función económica dando liquidez al mercado, y evitando oscilaciones bruscas de precios. Sin embargo, cuando tiene un volumen importante en el mercado puede actuar de forma negativa aumentando la inestabilidad de los precios.

La operación especulativa con *insider trading* no es sin más especulación, sino aquella que es considerada como tal «en sentido peyorativo (y éticamente reprochable) siempre que se atente contra la finalidad social de la empresa, la solidaridad y, sobre todo, contra la igualdad de oportunidades en los mercados financieros»³⁹; porque en ella el agente se anticipa al

37. PRAT RODRIGO, M., *El uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones*, Madrid, 1990, p. 54.

38. MOREDA DE LECEA, C., *La especulación*, Boletín de Estudios Económicos 147 (1992) 369-389.

39. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, J. L., *Sistema financiero y problemas morales*, Revista Fomento Social 195 (1994) 405.

curso del mercado, no por ingenio o trabajo, sino desde la ventaja que le da su posición en la empresa, o alguien de esta entidad que le confía una información. Es una especulación sin riesgo, con fraude, por tanto un abuso de especulación.

Nos parece que la especulación abusiva, sin riesgo, y por tanto propiamente en su sentido peyorativo «de aprovecharse», es la que se describe en el Catecismo de la Iglesia Católica dentro del séptimo mandamiento como «elevar los precios especulando con la ignorancia... mediante la cual se pretende hacer variar artificialmente la valoración de los bienes con el fin de obtener un beneficio en detrimento ajeno» (nº 2409).

En el mismo sentido puede entenderse las palabras que, en tono crítico, expresa Juan Pablo II cuando manifiesta su preocupación ya que «la proliferación de fuentes impropias de enriquecimiento y de beneficios fáciles, basados en actividades ilegales o puramente especulativas, es uno de los obstáculos principales para el desarrollo y para el orden económico» (*Centesimus Annus*, 48). Téngase presente que todavía en muchos países el uso indebido de información privilegiada no es delito, aunque, como señala el Papa, hay especulaciones —con *insider trading*, por ejemplo— que son inmorales pero no ilegales porque el especulador por su inteligencia sabe sorrear la ley y aprovechar aquellos puntos no contemplados por ella. De todas formas, es justo señalar que en estos últimos años se ha reforzado considerablemente la lucha contra el uso abusivo de informaciones privilegiadas.

El *insider trading* es muy frecuente en fusiones y adquisiciones. Muchas de estas operaciones son realizadas bajo una concepción de la propiedad como un derecho exclusivo. Así, muchas veces estas adquisiciones no tienen más finalidad que beneficiarse de unos activos que proporcionan determinados beneficios en otros paquetes de acciones. En estas operaciones de desmembración y troceo, los más perjudicados son los accionistas minoritarios, los proveedores que, a veces van a la quiebra, y los empleados que se quedan sin trabajo. A ello se refiere Juan Pablo II cuando habla de operaciones para «obtener unas ganancias que no son fruto de la expansión global del trabajo y de la riqueza social, sino más bien de la compresión, de la explotación ilícita, de la especulación» (*Centesimus Annus*, 43). Esta especulación es abusiva porque los medios de producción son poseídos contra el trabajo, cuando su finalidad «es que sirvan al trabajo» (*Laborem excercens*, 14).

Estos son, entre otros, los motivos por lo que algunos moralistas católicos cuando estudian estas actividades comerciales y financieras muchas

veces las valoran negativamente, y al estudiarlas lo hagan en un tono de prevención⁴⁰, pues «la especulación forma parte de esas ‘terrae incognitae’ peligrosas, en las que el individuo y la empresa sólo deben aventurarse después de fijar claramente sus límites»⁴¹.

8. Algunas divergencias entre legalidad y moralidad

¿Qué decir del caso en que el agente opera en el mercado con información privilegiada pero sin aprovecharse de esa información? Tal puede ser el caso del *insider* que opera en el mercado no por la información privilegiada que posee, de modo que actúa igual que si no tuviera esa información, por ejemplo, porque sigue un plan de compra-venta, y el poseer esa información no fue un factor que influya en la inversión o desinversión. En este caso, mientras las legislaciones consideran que la posesión de información presume que ha sido usada en beneficio propio, la moral no lo hace así, si bien no deja de ver que hay un riesgo fuerte de dejarse influir por la información poseída.

También podemos encontrar otra diferencia entre legalidad y moralidad en cuanto al objeto. Así, puede darse el caso que el objeto sea legal y, sin embargo, no sea lícito desde el punto de vista moral, porque atenta al patrimonio de la empresa o al de los demás inversores. Por ejemplo, mientras las legislaciones prohíben el *insider trading* cuando se negocia con acciones, opciones y demás derivados, nada dicen sobre las obligaciones y bonos. No cabe duda que el *insider trading* es más difícil con valores de renta fija, pero puede haber casos en que un sujeto consiga un beneficio legal pero ilícito con este tipo de títulos: así puede ocurrir en el caso de un empleado de una empresa que sabe que es insolvente y vende sus obligaciones antes que se divulgue la información.

Otra diferencia entre legalidad y moralidad la encontramos en cuanto al lugar donde se realiza la operación. Las legislaciones, generalmente, regulan el *insider trading* para los negocios realizados en una Bolsa nacional o por medio de un intermediario financiero (*broker* o *dealer*), sin tener en

40. ROYO MARÍN, A., *Teología Moral para seglares*, tomo I, Madrid pp 564-565. PEINADOR, A., *Moral profesional*, Madrid 1962 n. 1029. ASPIAZU, J., *La moral del hombre de negocios*, p. 198-199. MULLER, A., *La moral y la vida de los negocios*, p. 126 ss.

41. SALINS, A. de-VILLEROY DE GALHAU, F., *Las modernas actividades financieras a la luz de las exigencias éticas del cristianismo*, PPC, Madrid, 1994, p. 51.

cuenta las operaciones realizadas al margen de estos mercados que, si se realizan con *insider trading*, son también ilícitas desde el punto de vista ético.

Finalmente, el *insider trading* y la manipulación del mercado son distintos, aunque los dos influyen en las cotizaciones o precios. El primero actúa desde dentro ocultando informaciones significativas para el mercado y se refiere a la deficiencia de éste cuando los títulos reflejan toda la información disponible. En cambio, la manipulación actúa desde fuera impidiendo a los precios reflejar el valor de los títulos, por ejemplo, difundiendo noticias falsas, o tendenciosas, o impidiendo, con maquinaciones, la libre concurrencia.

Referirnos al *insider non trading*, es decir, quien estando en posesión de una información privilegiada decide abstenerse de realizar una proyectada adquisición o venta de valores⁴². Esta decisión queda relegada al campo de intenciones de la persona y tan sólo en muy pocos casos, dificultosos para una prueba, existen hipótesis en las que es posible su descubrimiento: por ejemplo en las órdenes de compra o venta aplazadas, que son realizadas por sujetos con información privilegiada.

9. *La obligación de restituir*

El *insider trading* atenta contra la justicia conmutativa porque un *insider* se beneficia personalmente, muchas veces, a costa del beneficio de la empresa. Por tanto, lesiona el derecho de propiedad de la empresa y de sus accionistas sobre los rendimientos del capital invertido en la empresa. La apropiación indebida obliga a devolver a su dueño, en este caso la empresa o los accionistas, lo que le pertenece e indemnizarle de los daños y perjuicios que le ha provocado su posesión injusta. El Catecismo de la Iglesia Católica trata de la restitución con estas palabras: «En virtud de la justicia conmutativa, la reparación de la injusticia cometida exige la restitución del bien robado a su propietario» (n. 2412). Más adelante, en el artículo dedicado al octavo mandamiento dice: «Toda falta cometida contra la justicia y la verdad entrañan el *deber de reparación* (...). Esta reparación, moral y a veces material, debe apreciarse según la medida del daño causado obliga en conciencia» (n. 2487).

42. Cfr. KELLY, W. A. Jr., *The plague of insider non trading*, en «Wall Street Journal», 12.XII.1986.

Nos parece que, siguiendo la orientación del Concilio Vaticano II, que aconseja superar una ética individualista y regular la vida y las relaciones sociales a la luz de la caridad y de la justicia (Cfr. *Gaudium et Spes*, 30), restringir la restitución a las lesiones de la justicia conmutativa no asegura la moralidad de la vida económica y social. En los casos en que se cometa una injusticia que no afecte a la conmutativa o a la distributiva, sino a la justicia general (incluida la solidaridad) no parece adecuado hablar de restitución sino de reparación, y no comporta actuaciones determinadas (salvo que haya prescripciones de la ley positiva).

En el caso del *insider trading*, habitualmente serán los tribunales legales los que especifiquen la cuantía de la reparación. En ausencia de legislación o de tipificación del delito, se debe igualmente restituir o reparar al bien común entregando cantidades similares a entidades benéficas o con fines sociales.

Para calcular el beneficio obtenido o la pérdida evitada se hallará la diferencia entre el precio de compra o venta y el precio total del título en un momento razonable posterior a la divulgación. En el caso en que haya sido *tipper*, se añaden las ganancias obtenidas o las pérdidas evitadas por los *tippees*.

No está exento de responsabilidad el superior que no impide, debiendo hacerlo, a un subordinado suyo realizar operaciones de *insider trading*; o, por negligencia o intencionadamente, deja de tomar las lógicas medidas de prevención para que no ocurran estos actos. Por esta razón, las sociedades de intermediarios financieros están obligadas a establecer y hacer cumplir códigos de conducta escritos.

¿Se debe restituir al inversor o inversores que contratan con el *insider*? A veces sí, pero generalmente, como las bolsas de valores son un mercado anónimo en el que las transacciones tienen un carácter impersonal, no se puede decir que haya una relación de causalidad entre el uso de información privilegiada y un daño económico ajeno; de manera que, el inversor que contrata con el *insider* no es más perjudicado que los demás que contemporáneamente hicieron la misma transacción. Ese hipotético daño se habría producido aunque el *insider* no hubiera actuado, y no tiene su causa en la actuación del *insider* sino en su situación de desinformación⁴³.

Sin embargo, una vez más, el punto de vista legal es distinto del ético. Las leyes norteamericanas obligan al *insider* a pagar una indemnización,

43. MARTÍNEZ FLÓREZ, A., o. c. p. 829-830.

que no supere los beneficios obtenidos, a los inversores que realizaron contemporáneamente la misma transacción, aunque no negociaran con el insider. La finalidad de estas normas legales no es tanto la restitución, como evitar un enriquecimiento injusto.

10. Conclusión

Como acabamos de explicar, a través del *insider trading* se realiza una operación especulativa segura, es decir, sin apenas riesgo, porque se usa una ventaja informativa muy importante que va a condicionar el resultado final de la operación. El *insider trading* no sólo es injusto porque desincentiva el funcionamiento del mercado, pues hay casos en que puede hacerlo más eficiente, sino sobre todo porque se busca un beneficio desproporcionado, que muchas veces se consigue a costa de la pérdida o menor beneficio de los demás, contra el principio de igualdad de los inversores.

La infidelidad, el abuso de confianza, la apropiación indebida, y la lesión del bien común, que son producidas cuando se da *insider trading*, tienen como razón profunda la búsqueda del beneficio sin ningún tipo de condiciones, sino de modo absoluto. Como escribe Juan Pablo II, «la Iglesia reconoce la justa *función de los beneficios* como índice de la buena marcha de la empresa (...) sin embargo, los beneficios no son el único índice de las condiciones de la empresa. (...) la finalidad de la empresa no es simplemente la producción de beneficios, sino más bien la existencia misma de la empresa como comunidad de hombres que, de diversas maneras, buscan la satisfacción de sus necesidades fundamentales» (*Centesimus Annus*, 35).

Efectivamente, la razón de una actividad económica es satisfacer unas necesidades; en otras palabras, hay economía porque hay escasez, y hay escasez porque los recursos son escasos, es decir, porque hay limitación de bienes. A través de la actividad económica buscamos la mejor asignación de recursos para satisfacer una necesidad. El sentido profundo, o la finalidad de la actividad económica es prestar un servicio al hombre. Bien es cierto que, por su propia naturaleza, esa actividad exige, habitualmente, obtener un beneficio: para la continuidad de la empresa, pago de salarios, proveedores, impuestos, futuras inversiones, y estímulo para arriesgar el ahorro en la inversión. Pero es solo necesario, de la misma manera, por ejemplo, que es necesario respirar oxígeno para vivir. Sin embargo, el fin de la vida humana no es respirar oxígeno.

El beneficio tiene sentido en cuanto beneficia, perfecciona antropológicamente a la persona, le enriquece o perfecciona en su humanidad. Po-

dríamos decir que la finalidad del beneficio tiene sentido en cuanto desarrolla como personas a todos y cada uno de los integrantes de la comunidad.

Por tanto, el beneficio tiene un carácter medial. Los que participan en la actividad económica asumiendo riesgos prudentes para conseguir un beneficio están prestando un servicio a la comunidad, aunque ésta no sea la intención explícita del agente, pero así ocurre, antropológicamente, en la realidad.

Podemos afirmar que un agente económico consigue beneficio como resultado de haber ofrecido a los demás algo que deseaban, y lo ha hecho mejor que los demás. De otra manera, el beneficio tiene lugar cuando se suprime un desequilibrio objetivo originado por una deficiente asignación de los recursos. Se obtiene un beneficio por servir a la sociedad mejor que los demás, por eso es «índice de la buena marcha de la empresa» como mecanismo de regulación interna que fomenta la búsqueda de costes de producción lo más bajos posibles. La existencia de beneficios es la mejor prueba de que no se derrochan los recursos, de que se utilizan de la manera más eficiente posible, lo que se traduce en mayor riqueza. En definitiva es un indicador de eficiencia.

Lo anterior no quiere decir que se busque el beneficio de modo absoluto, el máximo que se pueda con cualquier medio. Eso sería perder su carácter medial para caer en la avaricia y en el egoísmo.

El Concilio Vaticano II (*Gaudium et Spes*, 35), Pablo VI (*Populorum Progressio*, 19) y Juan Pablo II (*Sollicitudo Rei Socialis*, 28, *Centesimus Annus*, 37) han subrayado la importante diferencia antropológica entre el ser y el tener. El tener tiene sentido en cuanto está subordinado al ser y contribuye a su enriquecimiento. La búsqueda exclusiva del tener, «el deseo exclusivo de ganancia (...) a cualquier precio» (*Sollicitudo Rei Socialis*, 37) impide el desarrollo del ser; el sujeto ofusca su conciencia y se ve arrastrado por la avaricia, una pasión inmoderada de riquezas y poder que «es la forma más evidente de un subdesarrollo moral» (*Populorum Progressio*, 19). Con razón, Juan Pablo II califica el afán de ganancia exclusiva como la estructura de pecado más característica de nuestra época que conlleva el afán de tener y la pasión de gastar. Todo esto se traduce en una concepción de la vida en que priman los valores materialistas sobre los espirituales esfuendo la auténtica verdad sobre el hombre. «No es malo el deseo de vivir mejor, pero es equivocado el estilo de vida que se presume como mejor, cuando está orientado a tener y no a ser, y que quiere tener más no para ser más, sino para consumir la existencia en un goce que se propone como fin a sí mismo» (*Centesimus Annus*, 36).

El conocido broker financiero, Dennis Levine, obtuvo más de once millones de dólares usando *insider trading* y provocando un descenso del índice *Dow Jones* de 43, 31 puntos. Cumplió cuatro años de cárcel y pagó una multa de 362.000 dólares; pocos meses más tarde hizo las siguientes declaraciones a la revista *Fortune* que resumen de un modo vital como la ambición puede llevar a una impaciencia que cambia la escala de valores y provoca una avaricia sin límites:

«La gente siempre pregunta, ¿por qué alguien que gana un millón de dólares al año, empieza a manejar información confidencial? Esa no es la pregunta correcta. Cuando empecé en 1978, no ganaba un millón. Tenía 25 años y trabajaba como empleado en Citibank con un sueldo de 19.000 dólares al año. Era impaciente y ardía en mi ambición. En ese tiempo, el manejo de información no se consideraba necesariamente malo, era simplemente una propina que el mercado ofrecía a quien sabía buscarla. De esta manera, yo simplemente lo veía como una manera rápida de hacer dinero. Por supuesto, me daba cuenta de que lo que estaba haciendo no estaba del todo bien, pero lo racionalizé como algo inofensivo, algo que todo el mundo hacía (...).»

«La diaria exposición a este tipo de transacciones, ayudó a erosionar mi escala de valores y distorsionó mi juicio. En este increíble mundo de miles de millones de dólares, los millones que hice parecían casi insignificantes».

«En la base de mi compulsiva actividad comercial, había una incapacidad de fijar límites. Quizá mi éxito surgía de esa misma base. Mi ambición era tan fuerte que fui más allá de lo racional, y gradualmente fui perdiendo de vista lo que constituye un comportamiento ético. A cada nuevo nivel de éxito, me imponía metas más altas, acorralándome a mí mismo en un círculo del cual no veía escape. Cuando me convertí en vicepresidente, quería ser director general, y cuando llegué a director general, quise ser cliente. Si ganaba 100.000 dólares al año, yo pensaba: «¡puedo ganar 200.000 dólares!». Y cuando ganaba un millón me decía: «¡puedo ganar 3 millones!, y así sucesivamente»⁴⁴.

Detrás del *insider trading* se encuentra la influencia de una estructura de pecado con una visión economicista de las relaciones humanas que da prioridad a los valores económicos sobre los espirituales, y a pensar, equi-

44. Cf. MELÉ, D.-LLAMAZARES, A., *Tormenta en Wall Street* (c). Caso estudio TDN-61. Ediciones IESE, Barcelona, 1991.



vocadamente, que la plenitud humana, la felicidad, viene más por la posesión de bienes materiales de consumo que por los valores espirituales. De modo práctico, esta actitud se traduce en una búsqueda de dinero fácil, que desliza en comportamientos corruptos que sobrepasan el campo económico e invaden, además de la esfera financiera, otros terrenos de delincuencia.

Además, el *insider trading* tiene un efecto anestésico sobre la economía que lleva al desánimo de los inversores al ver burlado su riesgo por comportamientos egoístas que buscan el provecho personal.

En estos momentos de globalización económica en que los capitales se trasladan en segundos de una bolsa a otra, se ve necesario continuar armonizando las leyes de los distintos países para impedir esta conducta inmoral.

Carlos Moreda de Lecea
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Navarra
PAMPLONA