

---

## EL DELITO DE INICIADOS: CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN Y CONTABILIDAD\*

### INSIDER TRADING: BOARD OF DIRECTORS AND ACCOUNTING

---

**Miguel Díaz Llanes**

Licenciado en Ciências Econômicas y Empresariales pela Universidade de Sevilla - Espanha  
Professor do Departamento de Direção de Empresas de la Universidad Pablo de Olavide

Endereço: Carretera de Utrera, Kilómetro 1

CEP: 41013 - Sevilla - Espanha

E-mail: mdialla@upo.es

Telefone: 00-34-95-434-91-62

#### RESUMEN

Con la presente comunicación pretendemos aproximarnos al *insider trading*, o delito de iniciados, y determinar su estructura y origen. No nos detendremos sólo en el *insider*, sino que abordaremos la figura del *outsider*. Además mostraremos sus aspectos jurídicos así como la teoría y la práctica en el funcionamiento de los consejos de administración. En este punto resaltamos la necesidad de unos consejos realmente independientes, profesionales, con dedicación. También nos interesa abordar aquellos factores que favorecen la génesis y desarrollo de estas conductas ilegales. Además dedicaremos espacio a la contabilidad. Consideramos que la Contabilidad puede informar e incluso prevenir sobre prácticas de *insider trading*. La Contabilidad debe entenderse como información para el público, información para decidir, información para controlar, y que además su papel no se debe ni se puede reducir a cumplimentar unos estados normalizados que no informan. Para ello recogemos la forma de operar de Enron que aglutina toda la variedad de actuaciones societarias y manipulaciones contables posibles en una empresa. Por último abordaremos la relación del *insider trading* con los mercados financieros. Planteamos aspectos como la ética e ir más allá de la ley.

**Palabras claves:** *Insider*. *Outsider*. Contabilidad. Consejo de Administración. Enron.

#### RESUMO

Com a presente artigo, pretendemos nos aproximar do *insider trading*, ou delito de abuso de informações privilegiadas, e determinar sua estrutura e origem. Não apenas nos deteremos ao *insider*, como abordaremos a figura do *outsider*. Além disso, mostraremos seus aspectos jurídicos, assim como a teoria e a prática de funcionamento dos conselhos administrativos. Neste quesito, destacamos a necessidade de Conselhos realmente independentes, profissionais, dedicados. Também nos interessa abordar aqueles fatores que favorecem a gênese e desenvolvimento destas práticas ilegais. Ainda, dedicaremos espaço à Contabilidade. Consideramos que a Contabilidade é capaz de informar sobre práticas de *insider trading* e inclusive preveni-las. A Contabilidade deve ser entendida como informação para o público,

---

\* Artigo recebido em 11.02.2007. Revisado por pares em 06.07.2007. Reformulado em 12.09.2008. Recomendado em 17.09.2008 por Ilse Maria Beuren (Editora). Publicado em 21.11.2008. Organização responsável pelo periódico: FURB.

informação para decidir, informação para controlar, além de informação cujo papel não deve nem pode ficar restrito à elaboração de demonstrações padrão que não são informativas. Para tal, recorreremos à forma de operação da Enron, que reúne toda a variedade de atuações societárias e manipulações contábeis possíveis numa empresa. Por último, abordaremos a relação do *insider trading* com os mercados financeiros. Discutimos aspectos como a ética e ultrapassar os limites da lei.

**Palavras-chave:** *Insider. Outsider.* Contabilidade. Conselho de Administração. Enron.

## ABSTRACT

With this paper, we intend to approach the crime of insider trading, or crime of initiated, and to determine its structure and origin. We will not only stop with the insider, but we will also cover the figure of the outsider. Besides we will show its legal aspects as well as the theory and the practice in the operation of the board of directors. On this point we highlight the need to have independent, professional and a dedicated Boards We are also interested in covering those factors that cause the genesis and development of this illegal conduct. Besides we will dedicate space to Accounting. We consider that Accounting can report and even prevent practices of insider trading. Accounting should be understood as information for the public, information to decide, information to control, plus information that cannot be restricted to preparing a standard statement that does not comply with their informative mission. As such, we study Enron's way to operate, gathering all the variety of corporate actions and possible accounting manipulations in a business. Finally we will cover the relation of insider trading with financial markets. We will discuss aspects as ethics and breaking the limits of the law.

**Key words:** *Insider. Outsider.* Accounting. Board of Directors. Enron.

## 1 CONCEPTO Y ESTRUCTURA

Hemos encontrado diversas definiciones de *insider trading*. En Gran Bretaña se denomina Insider Dealing y en España, Información Privilegiada o Delito de Iniciados: “Contratación en bolsa con información privilegiada; delito de iniciado; tráfico de información privilegiada, especialmente, en la contratación *-trading-* y transacciones llevadas a cabo en los mercados de valores; transacciones comerciales hechas utilizando información privilegiada a la que tienen fácil acceso muy pocas personas en razón de su cargo o de su puesto de trabajo en una empresa” (ALCARAZ VARÓ; HUGHES, 1997, p. 381).

Otra definición encontrada es: “La práctica prohibida por la Ley en algunas bolsas (en EE. UU., etc.) consistente en comprar o vender según las informaciones secretas sobre ciertos valores, que se obtienen por la presencia en cargos de responsabilidad, o por confidencias recibidas desde el interior de las empresas. En otros países es prácticamente tolerada. La traducción oficial en España es Información Privilegiada” (TAMALES; GALLEGO, 1994, p. 300).

Por su parte el Collins Business English Dictionary recoge la siguiente definición: “Buying or selling stocks and shares by people who have knowledge of some event which affects the value (when this information is not known to the general public)” (WALLACE; FLYNN, 1985, p. 83).

Otra definición es la proporcionada por el Decreto Legislativo 861 de la Ley del Mercado de Valores de Perú: “Cualquier información proveniente de un emisor y referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al

mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, en el precio o la cotización de los valores emitidos”.

Por lo recogido en las líneas anteriores se percibe que el *insider trading* sólo afecta a personas dentro de las empresas. Pero en Estados Unidos se suelen condenar a miembros de otros colectivos como por ejemplo a los periodistas económicos. Tal es el caso - entre otros muchos - de Foster Winans un profesional del muy influyente Wall Street Journal que además de escribir una columna titulada “oído en la calle” pasaba información antes de publicarla a dos corredores de bolsa que operaban en Bolsa y se repartían las ganancias. El plan les proporcionó 675.000 dólares de 1983. Fue condenado al año siguiente. Similar suerte corrieron dos jóvenes empleados del Investors Chronicle, filial del Financial Times que utilizaban anticipadamente las recomendaciones de la publicación que conocían previamente por las pruebas de imprenta.

Esto según Mora del Río (1988, p. 99), no se puede contar en España (en aquella época), porque tal figura no estaba prohibida por la legislación española y su utilización se consideraba algo normal en los mercados de valores. Y apostilla que “sí parece existir una leve mala conciencia social, que explicaría la conmoción que en los mercados de valores ha supuesto la incorporación del supuesto del *insider trading* en el Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores”. Me comentó, en una conversación que tuve con él en Madrid, que en aquellas fechas el chofer de Alfonso Escámez, presidente del Banco Central, había hecho una fortuna considerable a partir de las conversaciones que escuchaba de los asientos traseros del coche.

El artículo 81.2 de la Ley de Mercado de Valores define la información privilegiada como “toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores y a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores”.

Es claro que en Estados Unidos el tema tiene una solera y hay una sensibilidad que no existe a este lado del Atlántico y en mucho menor grado en nuestro país. Incluso ha habido teóricos que han dado una vuelta de tuerca y han llegado a teorizar sobre las bondades del uso de la información privilegiada. Consideran que la misma da eficiencia al mercado de valores y contribuye al mejor empleo de los recursos disponibles; retribuye a los que con sus conocimientos son capaces de sacar beneficios del mercado; y que no es inmoral el que usa tal información porque no quebranta ninguna relación de fidelidad.

Más lógicos pudieran ser aquellos que manejan argumentos en contra del uso de información privilegiada. Sus argumentos se centran en que: el beneficio que se genere en la empresa pertenece a los accionistas que han puesto su dinero, y no del primero que se entere; los que se benefician reciben una remuneración excesiva no contemplada en sus contratos; tampoco se puede abusar de la confianza de los socios de la compañía; y por último tales prácticas destruye la confianza del público en los mercados de valores.

## 2 ORIGEN Y LOCALIZACIÓN DEL DELITO DE INICIADOS

El origen del *insider trading* o uso de información privilegiado no lo podemos situar en un momento perfectamente determinado. Podría decirse que se remonta al origen mismo del comercio (REYNA ALFARO, 2000), pero no se tuvo conocimiento de casos específicos hasta el año 1723, en que Sir John Barnard, gran 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, pues al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a dar, vendieron las respectivas acciones, poco tiempo después el valor de las acciones bajó en un 50%. Los conocedores de una información privilegiada vendieron sus títulos y evitaron así un considerable que Branco

económico. Con posterioridad a ese año los casos de uso de información privilegiada no han parado de surgir y de crecer.

Posteriormente, ya en el primer tercio del siglo XX se consideraba que la obtención de beneficios por especulación y uso de información privilegiada era algo normal y que formaba parte de los emolumentos recibidos por los directivos en Estados Unidos. No obstante la Ley del Mercado de Valores de ese país de 1934 en su sección 16 recogía dicha práctica irregular (PRAT RODRIGO, 1990), e incluso la sociedad podría recuperar el beneficio obtenido por sus directivos mediante el uso de información privilegiada.

### 3 EL INSIDER TRADING BAJO LA ÓPTICA JURÍDICA

Podemos comenzar situando el *insider trading* en el campo jurídico penal. Su encuadre podría ser variado. No obstante nos hemos decantado por considerarlo como un delito contra el libre mercado o la libre competencia (MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, 1999). Y dentro de él se puede encuadrar como maquinación para el alterar el precio, y también como abuso de información privilegiada en el mercado de valores. Pero puede también considerarse que lo segundo, uso de información privilegiada lleva a lo primero, manipulación del precio.

Bajo la primera óptica, se entenderá la existencia de delito tanto si se altera al alza como a la baja. Y en ambos casos ya existe cuando se intenta alterar, no sólo cuando se altera mediante violencia, amenaza, engaño o utilizando información privilegiada. Y hay que recordar que es delito la “mera tentativa de alteración de los precios sin llegar a exigirse su consecución efectiva”. Además el mero hecho de intentarlo ya constituye dolo. Además se contempla la posibilidad de que el mismo lo pueda hacer una sola persona o varias.

Este delito se ve agravado con la presencia de otro penalmente tipificado, el delito de abuso de información privilegiada. A nuestro modo de entender podemos decir que el uso de información privilegiada es legal y lo ilegal es el abuso. ¿Dónde ponemos el límite? Hecha esta salvedad, antes sólo se aplicaba esta figura en el ámbito de la Administración Pública.

El bien jurídico protegido es algo supraindividual y difuso que consiste en un correcto funcionamiento del mercado de valores sustentado en el respeto al “principio de igualdad de oportunidades de los inversores”. Se puede concluir que “el tipo penal no debería ser construido como un tipo de resultado lesivo, que requiera un perjuicio patrimonial efectivo”. Ello obliga a criticar el artículo 285 del Código Penal. El sujeto pasivo sería siempre una colectividad difusa de inversores.

También se exige que el autor del delito haya tenido acceso reservado a la información, que la misma tenga carácter confidencial y no público, que sea relevante para al cotización de uno o mas valores.

¿Quiénes serían los *insiders*? En primer lugar los societarios (administradores, ejecutivos, directivos); en segundo lugar los intermedios (aquellas personas que por su actividad profesional o empresarial hayan tenido acceso a esas informaciones reservadas: asesores, analistas, periodistas, impresores, publicistas).

Pero también habría que hablar no sólo de uso de información, sino de transmitir esa información. Este dato, junto al concepto no determinado de abuso y el importe de al cantidad ganada o dejada de perder son lagunas que consideramos importantes para abordar esta cuestión de manera seria en al vertiente de definición, alcance y castigo del delito, al menos en España.

Para que exista delito se precisa la existencia de un daño (LEFEBVRE, 1998). Y éste se puede medir en términos de disminución del patrimonio que incluyan aspectos materiales y/o morales. La incidencia del daño determinará el tipo de acción a realizar por parte de los afectados. Por otro lado para determinar el grado de culpa se atenderá a conceptos como la voluntariedad, aunque existe doctrina (Uría) que habla de que los actos sean contrarios a la ley o a los estatutos. Por su parte Sánchez-Calero asegura que en esos casos también se ah

producido una actuación por parte de los administradores de la sociedad sin la diligencia debida. Y como elementos incluidos tendemos tanto las acciones como las omisiones que se produzcan en el ejercicio de las funciones propias del cargo de administradores. Y aquí hay que dejar claro que el acto dañoso se puede producir a nivel colectivo por el órgano ejecutivo o sólo por alguno de sus miembros.

Para concluir este apartado indicar que se tiene que producir una relación causa-efecto y que no ha de mediar hechos fortuito o de causa mayor.

También la Ley del Mercado de Valores en su artículo 99 i recoge la manipulación de precios por la que entiende las “prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores cuando produzcan una alteración significativa de la cotización y generen daños considerables a los inversores”. Se pretende preservar el bien jurídico del mecanismo de la libre formación de precios en el mercado con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores. Nos recuerda mucho al Código Penal, pero recoge palabras poco concretas que dejan la vía libre a la discrecionalidad: “alteración significativa” y “daños considerables”. Aunque se considera una infracción muy grave recuerda que deben concurrir las circunstancias de dolo y no basta la negligencia.

El punto II del artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores también prohíbe la “difusión voluntaria, de forma maliciosa, de informaciones o recomendaciones que puedan inducir a error al público en cuanto a la apreciación que merezca determinado valor o la ocultación de circunstancias relevantes que puedan afectar a la imparcialidad de dichas informaciones o recomendaciones”. Aunque aquí no se requiere que haya habido un perjuicio para el inversor se produce una sanción. Pero seguimos con la discrecionalidad y subjetividad en la interpretación: Maliciosa o no; inducir a error o no; circunstancias relevantes o no.

La moderna economía financiera se basa en la confianza del público en el buen funcionamiento de los mercados. Si estamos sumidos en unos momentos en los que se relaja la moral social, la moral económica se refuerza (ZUNZUNEGUI PASTOR, 2002) o debería reforzarse.

#### 4 LEGISLACIÓN Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En cuanto a los responsables (LEFEBVRE, 1998) se parte de la idea de la solidaridad de todos los miembros del órgano de administración salvo que alguno muestre su disconformidad. Son plenamente responsables tanto el administrador único como los administradores solidarios. Los consejeros delegados pueden asumir una responsabilidad específica no extensible al órgano de administración delegante. El presidente del consejo de administración tiene una responsabilidad añadida desde el momento que es quien forma las actas, quien preside las juntas, etc. No queda clara la responsabilidad del secretario del consejo de administración.

Por su parte el administrador judicial tiene las mismas responsabilidades que las que tenía el órgano al que sustituye. En cambio al letrado asesor no le son aplicables. Otro caso es la responsabilidad que tiene el administrador de hecho si se demuestra el caso, independientemente de que se pueda aplicar fraude de ley. Por último a los directores generales no serían responsables por estar sus funciones en un plano distinto a la de los miembros del consejo de administración.

Es el organismo básico de la gestión de las entidades mercantiles tanto en el diseño de las estrategias como en su ejecución. No obstante la visión que de él se pueda tener cambia mucho según la mentalidad (SALAS FUMÁS, 2002).

Así para los *anglosajones* es incuestionable que el consejo de administración debe representar exclusivamente a los intereses de los accionistas y se considera su aportación financiera a la empresa tiene el carácter de inversión específica. Estas pueden ser las notas en el Reino Unido. En Los otros países anglosajones, y en especial en Estados Unidos, los

miembros del consejo de administración están más preocupados por las relaciones públicas y por contentar a todos que por la defensa de los intereses de sus accionistas, de ahí los retrasos en la toma de decisiones, el absentismo y los peores resultados comparativos con los británicos. Además en Estados Unidos los consejos son excesivamente grandes y están muy preocupados por evitar demandas de todo tipo de colectivos. En Estados Unidos está la figura del consejero externo y en Gran Bretaña el consejero no ejecutivo.

En *Alemania* las GmbH (que no cotizan en Bolsa) que tengan mas de 500 trabajadores y las AG (que si cotizan en Bolsa), tienen la obligación legal de tener un consejo de gestión (Vorstand) y un consejo de vigilancia (Aufsichtsrat) en el que se encuentran representados los accionistas (50%), los empleados y los sindicatos (juntos el otro 50%). En Alemania los consejeros externos suelen representar a empresas o instituciones con las que mantienen acuerdos a largo plazo, intercambio de acciones, etc. El consejo de vigilancia representa los intereses de los accionistas, pero también de otros colectivos.

En *Japón* las cosas son diferentes pues no están representados los trabajadores. Los consejeros externos suelen representar a grandes accionistas. Aunque no tiene carácter formal son habituales las de carácter informal con acreedores, empresas del grupo, accionistas relevantes, directivos, etc. Esto último recuerda al modelo alemán pero sin su carácter formal y legal. Otro elemento a resaltar es que un porcentaje importante de consejeros ejecutivos en Japón han sido antes directivos intermedios que promocionan llegando a alcanzar el 80% en las sociedades cotizadas. Otro dato en las empresas en Bolsa el 75% de sus consejeros son internos y el 25% externos.

Por último en *España* sólo está la figura del consejo de administración sin supervisión por otro organismo. Hay una escisión entre la Junta de Accionistas y el Consejo de Administración aunque teóricamente la primera elige al segundo, pero sin mantener proporciones accionariales. Desde el Círculo de Empresarios se recuerda desde hace tiempo que los consejos de administración en España son opacos, pasivos, con falta de independencia de los consejeros no ejecutivos, insuficiente representación de los minoritarios, poco debate interno, poca dedicación, etc. Otro elemento preocupante es la escasa relación entre acciones y miembros del consejo de administración. Según datos de la CNMV en las empresas nacionales no familiares estaría en torno al 30% y en las entidades de crédito en torno al 10%.

## 5 INSIDER VERSUS OUTSIDER

Indudablemente estas características propician la aparición de actividades no legales como el *insider trading* y sería conveniente acciones para acotarlas y reducir las.

La mayoría de los autores coincide en la dificultad de delimitar y concretar qué vamos a entender por iniciado. El Diccionario de la Lengua Española lo define como aquel que comparte el conocimiento de una cosa secreta. Pero veamos qué dice la normativa y la legislación comparada (REAÑO PESCHIERA).

*Estados Unidos* - distingue entre *insider* y *outsider* y los sustenta en tres teorías:

- a) *The Equal Access Theory* (acceso igualitario a la información) que recoge la premisa de que todos los que intervienen en el mercado de valores tienen el deber de veracidad para con el resto de inversionistas asentado sobre la base del principio de igualdad material. Si alguien tiene información privilegiada se le exige o bien que la ponga en conocimiento de todos, o simplemente, no usarla;
- b) *The Fiduciary Duty Theory* (teoría del deber de confianza) que supone un mutuo deber de confianza y de fidelidad por la que cada parte de revelar la información privilegiada que posee. Se necesita además que los inversionistas en relación directa, sin agentes de intermediación bursátil;
- c) *The Misappropriation Theory* (teoría de la apropiación indebida) que impone a los inversionistas la obligación de revelar la información privilegiada o abstenerse de

utilizarla cuando haya sido obtenida ilegalmente o mediante el quebrantamiento del deber de confidencialidad.

Como se aprecia el derecho norteamericano en la materia se mueve en un ámbito subjetivo muy amplio donde se incluye a cualquier persona que realiza prácticas fraudulentas relacionadas con la compra-venta de valores mobiliarios. Además condena tanto al *insider* como al *outsider*.

*Europa* - pone el énfasis en el acceso a la información privilegiada tanto por la posición que tiene el individuo dentro de la empresa como por las relaciones que mantiene con ella. Agrupa a los iniciados en: Iniciados primarios y secundarios (ver artículo 2º de la directiva de la Comunidad Económica Europea n. 89/592/CEE ). A partir de la normativa comunitaria cada país ha ido desarrollando sus propias regulaciones.

*Gran Bretaña* - esta regulada a partir de la Companies Act de 1980. Le da a los tribunales bastante libertad para la interpretación. Es una norma restrictiva en cuanto a los directores - donde centra el *insider* - pues se les prohíbe expresamente el uso de este tipo de información incluso a los que lo fueron en los últimos 6 meses.

*Alemania* - país con un alto grado de autorregulación. Los códigos son voluntarios y hay dos tipos de reglas: reglas de comportamiento y reglas de procedimiento. Las primeras afectan a accionistas con más del 25% del capital.

*Francia* - cuenta con una ley de 1970 con varias modificaciones a lo largo de los 80 en al que distingue a iniciados por naturaleza y ocasionales. La interpretación es amplia a la hora de interpretar la vinculación del iniciado profesional con la empresa.

*Suiza* - criminaliza dos tipos de comportamientos: la explotación de la información privilegiada y el suministro a un tercer para su explotación. Determina con detalle quien es el *insider* en *stricto sensu* y el iniciado en *lato sensu* (autoridad pública, funcionarios y auxiliares de todos los que puedan ser iniciados).

*Italia* - penaliza tanto el uso como el tráfico de la información privilegiada y sus destinatarios. Distingue entre el que posee información privilegiada y el que abusa de esa información privilegiada. Tiene en cuenta la posición societaria y la conexión empresarial-profesional.

*España* - es mas laxo pues se decanta por considerar que solo pueden ser autores de este delito a quienes de forma directa o por persona interpuesta utilicen o suministren información privilegiada a la que haya tenido acceso por motivo del ejercicio de su actividad profesional o empresarial (artículo 285 de la Ley del Mercado de Valores). Dicho con otras palabras, sólo puede ser sujeto de este delito el profesional del mercado.

Una vez visto lo que ocurre en diferentes países. Se aprecia que los sistemas restrictivos se basan en el criterio de la posición del iniciado en la empresa. En los sistemas intermedios prima la combinación posición-conexión. Por último en los sistemas extensivos se le da la categoría de iniciado a cualquier sujeto por el mero hecho de estar en posesión de información privilegiada.

Estamos ante dos tipos de iniciados: Primario y Secundario. Iniciados Primarios son los accionistas, directores, administradores y miembros del órgano social de control del emisor, y aquellos otros que por profesión u oficio tengan acceso a información privilegiada. Dentro de los Primarios cabría diferenciar entre los societarios, que son los responsables de la gestión de la sociedad y toda persona con poder decidir la política societaria. También estaría el iniciado profesional o empresarial. Entre ellos habría a su vez dos grupos: los internos, que pertenecen a la estructura de la empresa sin cargos directivos. Los segundos son los que tienen, desde fuera de la empresa, vinculación profesional con ella, aunque sin ser empleados de las mismas. El Iniciado Secundario es aquella persona que, mediando conocimiento de de causa, posean información privilegiada, siempre que esta de modo directo o indirecto provenga de algún iniciado primario.

## 6 ELEMENTOS QUE FAVORECEN EL INSIDER TRADING

Para afrontar esta cuestión debemos hacer unas consideraciones previas relacionadas con una serie de fuerzas que inciden y cambian el mundo empresarial y los mercados financieros (ELLIOT; SCHROTH, 2003):

- a) Complejidad - sobre todo en los globales, donde su amplitud y profundidad proporcionan un reducto perfecto para nuevas formas de engaños, fraude y delitos;
- b) Tecnología - es una magnífica herramienta para las compañías que posibilita mejorar sus actividades, pero también llevar a cabo actuaciones ilegales;
- c) Desconocimiento de la realidad - las empresas desconocen o no pueden conocer información completa relacionada con la rentabilidad real de sus operaciones empresariales, económicas y contables y con el valor de su capital intelectual;
- d) Mayor precisión - las tareas ejecutivas requieren en estos tiempos de mayor rigor, mayor precisión y sobre todo un control completo.

La imposibilidad de ajustarse al cien por cien a lo anteriormente expuesto posibilita el desarrollo de prácticas delictivas como el *insider trading*.

Todo empezó con una mentirillita. Podría ser un buen título. Es una buena realidad. Luego viene la mentira. Después el delito. Ese fue el caso de Enron y de tantos otros. Su carismático presidente Ken Lay llegaba al público, los analistas contaban maravillas del valor. Hubo un error de información. Ken Lay mintió. Enron cayó en su propia mentira. No se pudieron controlar todas las mentirillitas.

## 7 CONTABILIDAD E INSIDER TRADING

Desde el punto de vista contable (SÁNCHEZ-OSTIZ GUTIÉRREZ, 1995) el delito vendrá tanto por la existencia de distintas contabilidades (la pública-oficial y la interna) como por que no se anoten determinados hechos económicos susceptibles de un reflejo contable, como por haber realizado en los libros anotaciones contables ficticias. También se recoge el hecho de que las prácticas contables oculten o simulen la verdadera situación de la entidad. Todo ello tiene una repercusión fiscal con consideración, quizás de delito penal.

Aquí se podría profundizar a partir de la idea de que la contabilidad debe reflejar la realidad patrimonial real de la empresa. Para nosotros esto es mucho más importante. Al reflejo de esa realidad se puede llegar con los famosos asientos y con una serie de estados contables que posibilitan ampliar y concretar esa información real de la sociedad. Y también aquí hay que preguntarse por la fijación de límites económicos para determinar la existencia o no de delito y su importancia.

Pero se pueden vislumbrar los primeros signos de alerta ante empresas y /o actuaciones problemáticas. James Chanos, director de Kymikos Associates, de Nueva Cork, testificó en las audiencias del Congreso de Estados Unidos sobre el caso Enron (ELLIOT; SCHROTH, 2003). Describió en sus declaraciones seis pasos para detectar problemas:

- a) el método contable de ‘ganancia sobre la venta’ permite a las empresas reservar para el futuro los beneficios de una transacción realizada hoy basándose en una estimación de la rentabilidad futura. Para determinar el impacto de las cifras de ganancia sobre la venta, es necesario que la directiva emita su opinión acerca de las valoraciones, factores y supuestos que se aplicarán. Las estimaciones resultantes pueden ser bastantes aceptables, siempre y cuando apliquen un punto de vista razonable y realista. Pero también pueden mostrarse excesivamente agresivos y poco realistas en su metodología y construir con ello una imagen de la rentabilidad o del crecimiento de beneficios que sea un puro mito. Pueden engañar al mercado haciéndole creer que se encuentran en una trayectoria de tremenda



rentabilidad cuando, en realidad, están al borde del abismo. Las empresas que confían en este tipo de trucos lo hacen porque necesitan espacio de manobra. Pero pueden utilizar medios perfectamente legales para crear informes perfectamente falsos sobre la rentabilidad real. En estos casos, las reglas contables y los métodos son los enemigos de la realidad y es necesario aplicarlos con rigor;

- b) la rentabilidad del capital por debajo de la media, siempre y cuando el informe sea preciso, es normalmente síntoma de buena salud financiera. En Enron, dicha cifra se situaba en el 7%, bastante baja en comparación con las medias del sector energético y con el coste del capital de Enron;
- c) una gran cantidad de *insider trading*, como en el caso de Enron, suele ser una señal de que se avecinan malos tiempos y la razón por la cual la SEC quiere que los informes sobre este tipo de transacciones se publiquen mucho más rápidamente;
- d) las proyecciones sobre el potencial demarcado contrarias a los resultados de las investigaciones de mercado en general, son señal de que la empresa está creando un mercado falso para llamar la atención;
- e) los problemas con los clientes, las relaciones conflictivas con la prensa y la mala imagen es otro elemento a considerar. Incluso aunque la empresa informe a Wall Street de buenos resultados y los analistas recomienden una 'compra fuerte', es posible que los periodistas se enteren de la existencia de quejas de los clientes con respecto a un producto concreto. Puede tratarse de una señal de alarma temprana a tener en cuenta por los inversores. La mala prensa y las quejas de los clientes se conocen hoy en día rápidamente gracias al poder de Internet y a las muchas asociaciones de consumidores que actúan como 'perros vigilantes';
- f) la huida de capital humano, especialmente las dimisiones repentinas de altos ejecutivos, puede ser la señal más alarmante de todas.

Algunos de estos indicadores son el resultado de juegos que las empresas llevan a cabo para salir a la calle después de las presiones que reciben cada vez que publican sus informes de resultados trimestrales. Los ejecutivos buscan cualquier tipo de explicación que les sirva para justificar su historia. Si las cosas van bien, ¿cómo lograr que todo siga mejorando? Si las cosas van mal, ¿qué contar que anuncie que se acercan tiempos mejores?

La conclusión a la que podemos llegar por experiencias personales o colectivas, es que a los inversores no les queda otra elección que asumir que lo que informa la empresa no es del todo cierto. Y una pregunta inmediata y lógica, ¿qué hacer para conocer lo que sucede en el interior de las compañías? Si consideramos a Warren Buffet como un entendido en la materia podemos seguir su método, y en qué se fija (ELLIOT; SCHROTH, 2003): a) rentabilidad de la acción; b) niveles de deuda; c) cambios en el margen de operación; d) necesidades de gasto de capital; e) crecimiento de ganancia en efectivo.

Y añade Buffet un sexto elemento, la honestidad y la competencia del equipo directivo.

## 8 EL CASO ENRON

Quizás podríamos repasar algunas actuaciones de Enron para hacernos una idea del *modus operandi* de las empresas en las que se asientan el *insider trading* y otras prácticas delictivas:

- a) creación de entidades y sociedades interpuestas y ficticias para ocultar deuda y generar ingresos falsos y/o acumular pérdidas;
- b) manipulación del sector donde opera e incremento artificial e injustificado de los precios;
- c) el consejo de administración y los auditores no informan de los hechos relacionados con la rentabilidad de la compañía y sus prácticas irregulares;

- d) el consejo de administración y los auditores destruyeron pruebas importantes para las investigaciones;
- e) el consejo elaboraron y/o conocían planes para ocultar la deuda y la creación de ingresos ficticios;
- f) el consejo presentó datos falsos sobre la rentabilidad y sus perspectivas financieras;
- g) el consejo canalizo negocios e ingresos hacia sus familiares;
- h) el consejo mintió para disparar el precio de la acción y obtener fuertes plusvalías con la venta de sus acciones;
- i) el consejo no colabora en las investigaciones;
- j) el consejo generó información falsa que transmitieron a los inversores;
- k) el consejo mintió a empleados, inversores y a los organismos de supervisión.

La teoría de las actuaciones de los inversores en bolsa está presidida por el análisis técnico, el análisis fundamental, lo que ocurre en otros mercados de referencia como Nueva York y Tokio, el precio de determinados productos como el petróleo, el oro o ciertas materias primas. Esa es la teoría, pero hay más. Por ejemplo los rumores verdaderos o falsos, y en ambos casos inocentes y o intencionados. Hay un dicho que afirma que “Para la Bolsa es peor una noticia buena mal dada, que una noticia correctamente explicada” (MORA; ROMERO, 1991, p. 157). Y en medio de todo este marasmo el *insider trading* y el manipulador del mercado.

Parece evidente pensar que existen elementos que pueden mantener o incrementar los efectos del delito de iniciados.

## 9 LA OPOSICIÓN DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

Hay otro elemento que favorece el *insider trading* y su continuidad. Los consejos de administración, su composición, elección y funcionamiento dejan mucho que desear y dista mucho del existente en las culturas anglosajonas y germánicas. De hecho hay una resistencia numantina a posibilitar la diversidad de opiniones y la apertura de los consejos de administración. Y en esa impunidad ante lo que sería el sentido común en la gestión eficiente y plural no son extrañas declaraciones repetidas hasta la saciedad por personas como el mismo Emilio Botín, presidente del SCH que se opone a esos cambios y quiere unidad en los consejos de administración y en sus decisiones.

En el año 1979, hace cerca de 30 años Juan Miguel Antoñanzas Pérez-Egea (1979) recogía 10 puntos negativos en los consejos de administración de aquella época, y que hoy día perviven:

- a) el presidente tiene absoluta libertad para nombrar o separar a los consejeros;
- b) no existen procedimientos formales establecidos para estos nombramientos;
- c) los consejos son excesivamente numerosos, provocando la inhibición de la mayor parte de sus miembros;
- d) no existen consejeros realmente independientes;
- e) el consejo se auto perpetúa a través de la reelección;
- f) el consejo en pleno no controla a los consejeros ejecutivos;
- g) el consejo de administración a veces se haya dotado de algún blindaje;
- h) retribuciones excesivas a los miembros del consejo y desproporcionadas a su contribución en tiempo dedicado al mismo;
- i) falta de información para los consejeros no ejecutivos;
- j) desconocimiento por parte de los accionistas pequeños de toda la mecánica de funcionamiento del consejo, lo que les da al sensación, muchas veces real, de desprotección y escasa atención a sus preocupaciones.

## 10 EL DEBER DE INFORMACIÓN

El deber de información por parte de los ejecutivos de las compañías tiene aún mas relevancia en casos concretos como cuando en el interior de la empresa se ha puesto en marcha una OPA, una adquisición de una empresa, una fusión, la venta de unos activos importantes o cualquier otra causa objetivamente relevante (ALFARO ÁGUILA-REAL). No sólo la normativa española e internacional obliga a limitar la información dentro de la empresa sino que las mismas tienen consideración de información relevante para el organismo supervisor correspondiente. (Art. 83 bis de la LMV).

Del mismo modo se obliga a los gestores a hacer pública la compra o venta de títulos de la sociedad. Si el ejecutivo compra es que la sociedad tiene potencial de crecimiento y si vende no lo tendrá. Pero puede ocurrir que el objetivo sea inflar el valor y luego vender obteniendo fuertes plusvalías. Esto, si se demuestra, está penado.

La CNMV obliga a informar de estas compras y ventas, pero la SEC va más allá y exige que informe de las plusvalías a corto plazo que se hubiesen generado.

La sospecha razonable se cierne sobre estas operaciones con lo que podemos tener información complementaria en el examen de los seguros de responsabilidad suscritos por los propios administradores.

El régimen jurídico exige comunicar la compra o venta de acciones ordinarias o privilegiadas o de cualquier tipo que otorgue derecho a obtener acciones del emisor (obligaciones convertibles warrants, opciones, etc.).

También se deberían comunicar los préstamos suscritos para comprar títulos. Estados Unidos va por delante y exige que se comuniquen las ganancias obtenidas por la especulación en tales operaciones. Todas estas medidas reducen los efectos de la información privilegiada sobre los accionistas, inversores y público en general.

Otra cuestión a plantear es cuándo hay que hacer la comunicación. La normativa española habla de en los siete días hábiles siguientes a la operación. Quién debe comunicarlo. La norma española habla de consejeros, directivos, accionistas mayoritarios y familiares directos. Otros países son más serios y exigentes. En España recordamos varios casos donde no hubo sanción porque los comentarios se hicieron dentro de vínculos próximos: secretaria y familia.

Justo lo que se debería penar. La casuística se complica cuando la administración de una empresa la ejerce otra sociedad o en los casos de los grupos de empresas. En este caso no compra ni vende una persona sino una sociedad controlada por una persona. También deberían declararse. Ya para terminar un problema que no se resuelve, o no se quiere resolver: establecer el nexo causal entre la falta de publicación de la adquisición y el daño al inversor individual.

## 11 CASOS ESPECIALES

Se dan ciertos casos especiales donde la información y la aplicación de la normativa debe ser mas estricta y debe existir mayor apoyo a las demandas de los accionistas, en especial a los minoritarios. Tal es el caso de las Junta Generales donde se debaten cuestiones de carácter extraordinario (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, 1999). La realidad es que el legislador no atiende a las exigencias informativas emergentes con ocasión de adoptarse por la Junta General medidas extraordinarias. Por otro lado la orientación de la jurisprudencia ha sido francamente restrictiva y formalista, con perjuicio evidente para el accionista. La cosa ha cambiado, con la nueva Ley de Sociedad Anónima, algo pero el problema de fondo persiste. Porque el accionista tiene derecho a conocer las razones, características, repercusiones de determinadas operaciones propuestas a la Junta General por el Consejo de Administración. Y aquí debería jugar un papel fundamental los auditores y en su defecto expertos

independientes. Y la pregunta de siempre quién paga al auditor el consejo de administración o la una General.

En España hay que hablar de realidades no de teorías. Una realidad es la determinante intervención del presidente de la Junta (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, 1999), pero además hay más: Diligencia que se debe tener en la preparación de la información solicitada por los socios; Contenido de la solicitud de los socios en la Junta general y persistencia en la misma; incidencia de las medidas ordenadoras del curso del debate; papel del presidente en el debate de las cuestiones presentadas; implicaciones de la buena fe y de la diligencia exigible en el cumplimiento de la obligación de informar; etc.

Llegados a este punto nos podemos plantear si existen y/o deben existir límites al derecho de información. No podemos negar que la cuestión es importante y difícil. El gran problema reside es que es el presidente de la junta el que determina lo que se puede decir y lo que no. Su decisión siempre estará cargada de altas dosis de subjetividad y de discrecionalidad, sin que las estancias legislativas y judiciales hayan hecho hasta la fecha nada en sentido contrario. Esto provoca no sólo el *insider trading* mantenido en el tiempo, sino el uso subjetivo y discrecional de esta práctica claramente delictiva:

Conocer algo negado al resto de los socios y poder beneficiarse para o para otros de la misma (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, 1999). En otras legislaciones se ponen límites a ese exceso de discrecionalidad. En Suiza, en Alemania (sobre todo), en Italia, no son tan conscientes con el consejo de administración y el presidente de la Junta de Accionistas.

En España se contempla la posibilidad de que la decisión denegatoria pueda perjudicar a los intereses sociales. Pero la realidad nos lleva a contemplar impotentes las juntas de compañías como Telefónica en tiempos de Villalonga, al del Santander y el BBVA, las de Abengoa, múltiples constructoras y Repsol, entre otros donde se ignoran las peticiones de información amparándose al poder del presidente de la junta y a los acuerdos de votación existentes antes de la propia junta. El paso del tiempo ha ido mostrando los perjuicios de ciertas actuaciones donde los ejecutivos de las compañías.

La normativa y la jurisprudencia están dando al presidente el poder omnímodo y exclusivo para dirimir lo que se informa y lo que no se informa. Pero normalmente el presidente de la junta es el mismo que el del consejo de administración y este puede informar parcialmente y eludir aspectos fundamentales a unos accionistas que ignoran la realidad y que están impotentes e indefensos ante tales liberalidades y discrecionalidades.

Existe la posibilidad de que el 25% de los socios exijan información. Pero esto es una falacia que se puede vender como un elemento democrático, jurídico y de libertad de expresión y de derechos. Todos sabemos por la forma de las votaciones sindicadas y de la composición accionarial que en las empresas del Ibex-35 es imposible que esto se dé. Los fondos de inversión a los que se les favorece la entrada en la sociedad pro el consejo de administración con la condición que este vote por aquellos, las participaciones cruzadas, el poco peso de los minoritarios y su dificultad para organizarse, la compra de votos a cambio de puestos en el consejo de administración, intereses comerciales y empresariales entre determinados socios y la sociedad, los miembros del consejo de administración tienen un poder muy superior al número de acciones que posee o dice poseer, consejeros independientes designados de facto por el presidente y amigo dócil del presidente y de sus decisiones, agrupación de las preguntas en la juntas, eliminación de preguntas que el presidente considera que ya están respondidos, informes de auditorías escasos y sin profundidad, y un largo etcétera de prácticas imposibles de desarrollar aquí.

## 12 EL DELITO DE INICIADOS EN LAS BOLSAS

Para empezar podríamos graduar las conductas éticas en nuestros mercados en general, y de forma particular en los mercados financieros, la Bolsa incluida (GÓMEZ-BEZARES,

2001). Parece claro y correcto que alguien se enriquezca por su habilidad en la predicción de las variaciones bursátiles, o por el desarrollo de nuevos instrumentos para diversificar el riesgo, pues está aportando algo positivo a la sociedad.

Pero si hay alguien que se enriquece usando información privilegiada, ese enriquecimiento no sólo no llega a la sociedad sino que la perjudica.

Otro caso igualmente censurable es el del inversor importante que tiene capacidad de derrumbar el mercado para luego entrar a precios más bajos. Aquí se aprovecha de las imperfecciones del mercado, o por decirlo de otra manera está “robando legalmente”.

Por último está el que se enriquece dando información falsa al mercado. Con ello puede hundir a una empresa competidora, revalorizar injustamente las acciones propias y reducir el nivel de competencia en el mercado.

Quizás la gran cuestión sea si es exigible una ética al empresario en el mercado de valores, o si, por el contrario es suficiente con que cumplan la norma –entendida como conformidad con Derecho- y optimicen el beneficio de su empresa (FERNÁNDEZ-ARMESTO; FERNÁNDEZ-ESPAÑA, 2002). Nuestra sociedad en estas, y en otras cuestiones tiene la idea de que hay algo más allá del Derecho. Dicho con otras palabras, la sociedad siente o percibe la necesidad de que existan ciertos mecanismos que induzcan a los operadores del mercado a actuar éticamente.

También podemos hablar de circunstancias donde el uso de información privilegiada. Tal sería el caso de los momentos en los que hay por medio la compra de una compañía o acuerdos estratégicos. En esos casos el daño que se puede hacer es muy superior. El mismo se puede plasmar en una menor remuneración para el accionista que vende, un pago excesivo por parte del que compra, comprar acciones a muy bajo precio cuando el que lo hace conoce un hecho oculto al mercado; posibilidad de que se beneficie posteriormente al vender cuando la información ya ha llegado al mercado, especulación en mercados de materia primas o de futuro, etc.

Un caso muy especial es el que se da en casos de OPAs. Las cautelas, el rigor y la ejemplaridad deben ser también especiales (PRAT RODRIGO, 1990).

## REFERENCIAS

ALCARAZ VARÓ, Enrique; HUGHES, Brian. *Diccionario de términos económicos, financieros y comerciales*. Barcelona: Ariel Referencia, 1997.

ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús. *Directors' dealing*. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.

ANTOÑANZAS PÉREZ-EGEA, Juan Miguel. Futuro del Consejo de Administración en España. In: Los consejos de administración españoles en una economía globalizada. Círculo de Empresarios. *Boletín 62*, Madrid, p. 77-93, 1979.

ELLIOT, A. Larry; SCHROTH, Richard J. *Cómo mienten las empresas*. Barcelona: Gestión 2000.com, 2003.

FERNÁNDEZ-ARMESTO; FERNÁNDEZ-ESPAÑA, Juan. La ética en los mercados de valores: problema crucial de las sociedades y sistemas capitalistas contemporáneos. In: *Ética y Mercado de Valores*. Madrid: Marcial Pons, 2002. pp. 18-20.

GÓMEZ-BEZARES, Fernando. *Ética, Economía y Finanzas*. Logroño: Gobierno de La Rioja, 2001. pp. 107-109.

LEFEBVRE FRANCIS, Dossier Práctico. Responsabilidad de los administradores: levantamiento del velo. Madrid: Ediciones Francis Lefebvre, S.A., 1998.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, María Teresa. *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*. Madrid: Mc Graw Hill, 1999.

MORA DEL RÍO, Francisco José. El *Insider Trading*: delito con la nueva Bolsa. *Boletín de Estudios Económicos*. v. XLIII, n. 133, p. 87-99, Abril, 1988.

MORA DEL RIO, Francisco; ROMERO, Moisés. *Cómo invertir en Bolsa*. Barcelona: Ediciones B., 1991.

PRAT RODRIGO, Margarita. *El uso de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE. UU. 1933-1988)*. Bilbao: Ediciones Deusto, 1990.

REAÑO PESCHIERA, José Leandro. *La criminalización de las transacciones bursátiles con información privilegiada: el delito de insider trading*.

REYNA ALFARO, Luís. Notas introductorias a la problemática de uso ilegal de información privilegiada ante el mercado de valores. *Anotaciones relacionadas al uso ilegal de Información privilegiada ante el Derecho Penal*. Disponible en: <[www.noticias.juridicas.com](http://www.noticias.juridicas.com)>. Abril, 2000.

SALAS FUMÁS, Vicente. El gobierno de las empresas. *Colección Estudios Económicos*, La Caixa, n. 29, p. 112-153, 2002.

SÁNCHEZ-OSTIZ GUTIÉRREZ, Pablo. *El Delito Contable Tributario: Interpretación y Análisis Dogmático del Artículo 350 bis del Código Penal*. Pamplona: Aranzadi Editorial, 1995. pp. 103-170.

TAMAMES, Ramón; GALLEGO, Santiago. *Diccionario de Economía y Finanzas*. Madrid: Central Hispano y Ciencias de la Dirección, Alianza Editorial, 1994. pp. 300.

WALLACE, Michael J.; FLYNN, Patrick J. *Collins Business English Dictionary*. London and Glasgow, 1985. pp. 83.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Abuso de Mercado Ética y Mercado de Valores*. Madrid. Marcial Pons, 2002. pp. 153.