

EL EMPLEO ABUSIVO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES

César E. Ramos Padilla

Abogado, Egresado de la Maestría en Derecho Civil y Comercial y de la de la sección doctoral de la UNMSM, Profesor de la Facultad de Derecho de la UNMSM.

1. La información como derecho del accionista en la Sociedad Anónima

1.1 Importancia

En la actualidad se dice que quien tiene la información tiene el poder, la información es fundamental para que se pueda vivir en un país libre, igualitario, en donde la economía sea democrática, o sea, de iguales condiciones para todos.

En una sociedad informatizada o informática, como la que se está ingresando, el poder nace de la información que tienen los individuos, a mayor información mayor poder, mayor capacidad de gestión y decisión, los desinformados son aquellos que tienen menos poder y menos información, porque la información es el instrumento para la toma de decisiones; Torres Lara dice que igual sucede en el nivel de una empresa como en el nivel del Gobierno. Antes Mao Tse Tung decía "el poder nace del fusil" hoy se dice "el poder nace de la información"⁽¹⁾.

Se dice hoy que la información es la fuente central de la producción, quedando detrás las otras fuentes como el capital, el trabajo y los

recursos naturales, pero teniendo como eje principal al potencial humano como medio y fin de esta sociedad post industrial⁽²⁾.

En la empresa, se dice por ejemplo, que la tecnocracia y administradores, tienen más poder que los propietarios o accionistas, porque poseen la información, porque son los técnicos los que entregan la información a quienes van a decidir y quienes van a decidir toman la decisión en base a la información que se les da⁽³⁾.

Pero ello trae como consecuencia que existan directorios abusivos, negligentes, incapaces u otros, que se empeñan en ocultar la marcha de los negocios con el fin de perjudicar a los accionistas o a una minoría de éstos, por ejemplo, es relativamente frecuente el caso de que, con anuencia de la mayoría de accionistas, se reparta en sueldos la totalidad o una parte importante de las ganancias, o que se disimule el monto de éstas con el objeto de no repartir o disminuir dividendos, y de ese modo conseguir la depreciación de las acciones, y poder eventualmente, adquirirlas a precios inferiores a su valor real⁽⁴⁾; Frente a este fenómeno el ordenamiento jurídico consagra el Derecho de Información del Accionista que tiene por objeto proteger a los accionistas minoritarios, quienes

¹ TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993

² VIZCARRA HIDROGO, Oscar. "La nueva Ley de Educación en la productividad empresarial" *Gestión* del 11.11.96. pág. 33

³ TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993

⁴ MALAMUD, Jaime. El derecho de los accionistas para revisar y fiscalizar los libros y papeles de una sociedad anónima. *Revista de Jurisprudencia Argentina*. Talcahuano 640. Buenos Aires. 1950. Págs 39 y 40



podrían verse afectados por maniobras poco transparentes de los que detentan el control de la sociedad⁽⁵⁾.

Valenzuela Garach dice que esta nueva conformación pasa, en un primer término, por un reforzamiento del derecho de información del accionista, entendido como derecho fundamental del mismo y que no requiere únicamente un reconocimiento general, sino sobre todo la plasmación de su efectividad en diversas circunstancias y vicisitudes normales en la marcha de la vida social⁽⁶⁾.

En consecuencia, quien carece de información carece del instrumento fundamental para exigir que sus derechos se cumplan. La información, en ese sentido, se ha transformado en la principal arma para la defensa de los derechos del accionista⁽⁷⁾.

1.2 Evolución del Derecho de Información del accionista

En un principio existía una innegable voluntad de mantener el silencio sobre las actividades económicas privadas concretando un interés bien definido, este silencio era considerado útil para el éxito de la vida económica y comercial de la empresa⁽⁸⁾.

Tal concepción fue reflejada en la regulación societaria, donde el deber de información a cargo de la administración no sería más que la rendición de cuentas que todo mandatario debe hacer a su mandante, en el caso

de la sociedad anónima, la asamblea general de accionistas, respecto de los resultados de los negocios sociales⁽⁹⁾.

Esta parvedad con que se regula el derecho de información del socio, se basaba en el temor al hecho de la adquisiciones de acciones con el solo propósito de poder asistir a una Junta General, siguiendo los intereses de una sociedad competidora, para lograr penetrar en los secretos de la sociedad en cuestión⁽¹⁰⁾. Lógicamente con este criterio no era posible que el accionista pudiera ejercer eficientemente sus derechos fundamentales, por ejemplo el de negociar sus acciones, ya que desconoce la situación patrimonial de la empresa y por tanto no tiene criterios para ofertarla para su venta, entrega en garantía, etc, pues la sociedad no se encuentra obligada a brindar la información oportuna cuando requiere negociarlos; el derecho de información solo se encontraba ligado a los derechos de voto y fiscalización, es por eso que su ejercicio solo era posible realizarlo con motivo de la celebración de la junta general.

Desde la década de los 70, la información ha comenzado a tener la gravitación que hoy se le reconoce. El desarrollo de la informática y de las comunicaciones han influido notablemente en el crecimiento de la importancia que se reconoce a la información⁽¹¹⁾.

En los Estados Unidos de Norteamericano, buscando encontrar una solución a la contraposición de intereses entre sociedad y los accionistas, se mejora las relaciones mediante

⁵ HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información del Accionista en la S. A. <http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM>

⁶ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores. Editorial Civitas S.A. Madrid – España, 1993. Página 60

⁷ TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993

⁸ VIRASSAMY, Georges. Límites de Información en los negocios de una Empresa. <http://www2.lahora.com.ec/paginas/rjuri411.htm>

⁹ RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984Pag. 172

¹⁰ GARRIGUES, Joaquín.- “Hacia un nuevo Derecho Mercantil”. Editorial Tecnos. Madrid. 1971. Págs. 157-158.

¹¹ VEGA MERE, Yuri. Oferta, Información y Consumidor. <http://www.unired.ned.pe/~teleley/r2vi.htm>



la creación de una oficina de información y de publicidad. Pero los juristas latinoamericanos consideraron que ello valdría tratar de extirpar un cáncer tragando analgésicos⁽¹²⁾.

Modernamente, este derecho de información, está siendo reconocido como uno de los pilares fundamentales de protección no solo del accionista sino también del público en general, particularmente tratándose de aquellas sociedades que tienen en el mercado de valores su principal fuente de financiación⁽¹³⁾.

El deber correlativo a dicho derecho de información es lo que en el derecho anglo-sajón se conoce como “disclosure”, esto es, la obligación a cargo de sociedades llamadas “públicas” o sociedades anónimas abiertas, de divulgar oportuna y fielmente toda una suerte de informaciones cuyo conocimiento resulta indispensable para la transparencia y seguridad del mercado de los títulos que emiten⁽¹⁴⁾.

1.3 Concepto

El infinitivo latino “informare” significa poner en forma, crear, dar forma, representar, presentar ordenadamente; también es sinónimo de ordenación⁽¹⁵⁾. Entonces la información es la selección e interpretación de un subconjunto de datos de un universo mayor, de modo que sea entendible y utilizable para obtener algún objetivo de manera exitosa, es decir lo más eficaz y eficiente posible⁽¹⁶⁾.

De lo antes mencionado, se puede definir que el derecho de información del accionista, comprende, además, de la facultad de pedir a los administradores informes y aclaraciones sobre los asuntos comprendidos en el orden del día de la junta general⁽¹⁷⁾, la de solicitar a los administradores cualquier subconjunto de datos que le proporcione el conocimiento real y oportuno de la situación patrimonial y organizativa de la sociedad anónima o de cualquier otro hecho que tenga incidencia en el valor patrimonial de sus acciones o en el ejercicio de los derechos incorporados a la acción del que es titular.

1.4 La Información como datos organizados

Los datos son cifras y hechos crudos, sin analizar, sobre circunstancias⁽¹⁸⁾; una base de datos, no importa cuan copiosa sea, no es información, es la materia prima que tiene que convertirse en información, para ello, esa base de datos debe ser organizada para una tarea, dirigida hacia actuaciones específicas, aplicada a decisiones. La materia prima no vale por si misma⁽¹⁹⁾. Los datos necesitan pensamiento para convertirse en información y la información requiere procesamiento para llegar a ser relevante⁽²⁰⁾.

Lo antes explicado quiere decir, que la información es el resultado de haber organizado o analizado los datos de alguna manera y con

¹² DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho Comercial. Editora Jurídica de Chile. Santiago de Chile, 1959. Pag. 14

¹³ RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ... Pág. 26

¹⁴ RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ... Pag. 51

¹⁵ GARCIA CAMARENA, Leonardo. Derecho de la Información en el Marco de la Reforma del Estado en México. <http://gp.pan.org.mx/Documentos/rto/p-cap3.asp>

¹⁶ <http://www.geocities.com/Athens/troy/4612/index.htm>

¹⁷ GARRIGUES, Joaquín y URÍA, Rodrigo. “Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas”. Tomo II. Segunda Edición. Madrid. Pág 609

¹⁸ STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración. PHH Prentice Hall. Mexico, 1996. Página 672

¹⁹ RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información en el rol del consultor gerencial. GESTION 5/12/96.. Pag. 6

²⁰ RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información Página 6



un propósito⁽²¹⁾. Por tanto, el accionista no obtiene información, cuando trata de examinar directamente los libros contables, ya que solo obtiene datos deben ser analizados u organizados; la primera función lo efectúan los auditores y la segunda los administradores de la sociedad ordenan los datos de los libros contables elaborando los Estados Financieros que reflejan la situación patrimonial de la empresa en un periodo determinado.

1.5 Características

1.5.1 Confiabilidad

Cuanto más exacta la información, tanto mayor su calidad y confianza de los gerentes, administradores, accionistas para utilizarlo en la toma de decisiones⁽²²⁾. Por ejemplo el Presidente del Directorio de Elf Aquitaine S. A. ha adoptado una actitud de total dedicación a sus accionistas imponiendo nuevas normas contables incluso antes que fueran obligatorias para todas las compañías de EEUU. y para hacerlo argumentó que las nuevas reglas darían al accionista de Elf una visión mas clara del valor de la empresa, no importándole que al aplicarlas obligará a la empresa a reportar, en 1994, la primera pérdida en su historia⁽²³⁾.

1.5.2 Relevancia

Lo que se necesita es discriminar el suministro y el uso de datos, no su abundancia sin cuidado de su relevancia. Las dimensiones deben ser limitadas a lo que puede ser usado en forma relevante y digerible⁽²⁴⁾. Asimismo, la

información que se proporciona al accionista debe ser relevante para el ejercicio de sus derechos. Por ejemplo, la información con motivo de la realización de la junta, esta queda circunscrito a los asuntos comprendidos en el orden del día de tal junta⁽²⁵⁾.

En ese sentido la Ley (artículos 130 y 224) reconoce el derecho que tiene todo accionista a informarse de los asuntos sociales, pero limita dicho derecho a aquella información que resulta relevante para efectos de la celebración de una junta general de accionistas determinada⁽²⁶⁾.

1.5.3 Oportunidad

Para tener un control efectivo, se debe aplicar medidas correctivas antes de que la desviación del proyecto o modelo sea demasiado grande. Asimismo, la oportunidad es importante para emprender alguna actividad o asumir algún miembro. Por tanto, la información ofrecida por un sistema de información debe estar al alcance de los accionistas en el momento oportuno, para que se emprendan las decisiones o medidas adecuadas⁽²⁷⁾.

1.5.4 Suficiencia

El ámbito del derecho de información es vasta (Art. 130 de la ley), en cuanto abarca "los informes y aclaraciones que estimen precisos" los accionistas, estos pueden pedir toda clase de informes y aclaraciones; toda clase de explicaciones⁽²⁸⁾. En Alemania el derecho de información se extiende también a las relaciones de la sociedad con las empresas vinculadas a ella⁽²⁹⁾.

²¹ STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Página 672

²² STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Página 673

²³ SULLIVAN, Allana y KAMM, Tomas. "Los accionistas, lo primero". THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. EL COMERCIO 10/04/96 Pág E-6

²⁴ RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información Pag. 6

²⁵ GARRIGUES, Joaquin y URJA, Rodrigo. Comentario a la Ley Pág§ 609 y 610

²⁶ ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad del ejercicio del Derecho de Información. <http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM>

²⁷ STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Página 673

²⁸ GARRIGUES, Joaquin y URJA, Rodrigo. Comentario a la Ley... Pág. 609

²⁹ DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho ... Pag. 52 y 53



Si bien es cierto, que no se puede tomar decisiones exactas y oportunas si no cuentan con suficiente información, no obstante, con frecuencia, se recibe demasiada información irrelevante o inútil⁽³⁰⁾. La información abundante crea congestión y confusión⁽³¹⁾. Esta es la razón por que en el caso de la realización de la junta general el mismo artículo 130 dispone que la información debe referirse «acerca de los asuntos comprendidos en la convocatoria».

1.6 Instrumentos de Información Societaria

Los documentos que directamente el accionista puede tomar como fuente de información son los siguientes: el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, la propuesta sobre distribución de beneficios, la memoria, el informe de los Auditores acerca de los documentos antes citados.

1.7 Oportunidad del Ejercicio del Derecho de información

1.7.1 Información con ocasión de realización de la Junta General

El accionista debe conocer con anterioridad a la celebración de la junta los asuntos que constituyen el objeto de la reunión, para decidir respecto a su asistencia con suficientes elementos de juicio. La determinación individual y concreta de los asuntos que han de ser decididos se hace en el “orden del día” o “asuntos a tratar” en la junta general de accionistas, que habrá de ser incluido íntegramente en el anuncio de la convocatoria. El principio general es que la junta no puede tomar acuerdo válido sobre materias que no figuren en el “orden del día”, con la excepción del ejercicio de la acción de responsabilidad contra los administradores⁽³²⁾.

Se trata de una facultad en cierto modo complementariamente del derecho de voto, aunque independientemente de él, pues si bien su eficacia se aprecia de un modo especial en relación con la emisión de voto, no queda exclusivamente reducida a los supuestos de participación del accionista en la formación de la voluntad social. Así por ejemplo, cuando la modificación estatutaria afecta concretamente al capital social, esto es, en las operaciones de aumento y de reducción del capital, concurrente otro de los momentos cruciales en que la sociedad está especialmente obligada a facilitar una información a los accionistas, que viene reclamada por razones de defensa del propio capital y de la paridad de trato entre aquellos.

De igual modo, si se trata de un aumento de capital con cargo a reservas, se pondrá a disposición de los accionistas el balance auditado que sirva de base a la operación. La asignación gratuita de las nuevas acciones o la elevación del valor nominal de las existentes, en el caso de capitalización de las reservas disponibles, configuran un derecho individual del accionista antiguo que ni los estatutos sociales ni los acuerdos sociales pueden llegar a ignorar: cada uno de los antiguos socios debe tener acceso al aumento en idéntica medida que cada uno de ellos disfrutaría en ese instante las reservas capitalizadas.

Esta disciplina de la información societaria se pone de especial manifiesto con ocasión de los supuestos de transformación, fusión y escisión de las sociedades anónimas, fundamentalmente en una amplia información para los accionistas y en la preceptiva intervención de expertos independientes, tanto para la verificación de los documentos contables de las sociedades que se fusionan, como para informar sobre cuestiones básicas que inciden en la fijación del tipo de canje de las acciones.

³⁰ STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Pág. 672

³¹ RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información Pág. 6

³² GARRIGUES, Joaquin y URÍA, Rodrigo. Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I. Segunda Edición. Madrid. Págs 497 y 498



En estas circunstancias, los accionistas se encuentran en condiciones de votar en las juntas con verdadero conocimiento de causa, y, al mismo tiempo, por este mismo conducto se comprueba también cómo la información es un presupuesto para la efectividad del ejercicio de cuantos derechos derivan de la cualidad de socio, ya sea un accionista ordinario, ya sea titular de acciones sin voto, pues ambas clases de accionistas ostentan por igual el derecho inderogable de información⁽³³⁾.

El texto de los artículos 130 y 224 de la ley, hace pensar que la sociedad no se encuentra obligada a entregar información que no haya sido solicitada con motivo de la celebración de una junta general, es decir, ningún accionista podría exigir a la sociedad que le otorgue aquella información que considera necesario conocer sino existe una convocatoria real a junta general de accionistas⁽³⁴⁾; sin embargo, se puede apreciar que lo expresado en los artículos 96 inciso 2 y 261 de la Ley General de Sociedades, denota la ruptura de la concepción de ligar el derecho de información con la realización de la Junta General, ya que el derecho de información no tiene por qué quedar conectado ya tan sólo con el ejercicio del voto del accionista, pues también el titular de acciones sin voto goza en todo caso de un derecho de información, aun pueda ser incluso menos amplio⁽³⁵⁾.

1.7.2 Información fuera de la Junta General. (cuando exista legítimo interés- Venta de Acciones)

El derecho de información “fuera de junta general” se ha contemplado para el caso de las sociedades anónimas abiertas (artículo 261) requiriendo contar con una representación mínima del capital social pagado para ejercer el aludido derecho⁽³⁶⁾; también el titular de la acción sin derecho de voto debe ser informado

semestralmente de las actividades sociales y gestión de la sociedad (artículo 96 inciso 2 de la Ley).

El inciso 5 del artículo 186 de la Ley, señala como atributo del Gerente, la expedición de constancias y certificaciones respecto del contenido de los libros y registros de la sociedad. De igual modo, el artículo 175 dispone que el directorio debe proporcionar a los accionistas y al público las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley determine respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad. Ello implica que a estas fuentes de información, los accionistas pueden tener acceso no solo con ocasión de la realización de la Junta sino cuando lo requiera su legítimo interés (por ejemplo el art. 137 de la Ley). Negarse a informar cuando exista legítimo interés del accionista, tal es el caso más común cuando decida negociar sus acciones, sería una infracción al derecho de negociabilidad de las acciones; esperar que se le informe hasta la realización de la Junta de Accionistas, ésta ya no tendría el carácter de oportunidad que señala el artículo 175 y se estaría incumpliendo los deberes de fidelidad que tienen los administradores para con los accionistas.

1.8 Información Secreta o Confidencial

Por importante que sea el derecho de información, no puede ser absoluto y sin límites; se debe tener en cuenta el interés que tiene la empresa de sobrellevar sus actividades con discreción, o sea, con el respeto del secreto de sus negocios. Este secreto puede tener un objeto diverso: proceso de fabricación, técnicas de comercio, etc. Una transparencia total constituiría un grave peligro: la parálisis de la iniciativa individual en materia económica, ya que resultaría más rentable la iniciativa ajena para sacarle provecho. El criterio de

³³ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 167, 168, 175, 176, 178, 179

³⁴ ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad ... <http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM>

³⁵ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 166

³⁶ ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad ... <http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM>



confidencialidad debe ser entonces la utilidad de la información para la viabilidad de la empresa o, inversamente su peligro en caso de ser divulgada⁽³⁷⁾.

La posesión de cierta información por parte de accionistas inescrupulosos, obtenida en virtud del derecho de información aquí comentado, podría poner en peligro a la sociedad, e incluso servir para revelar secretos industriales o comerciales a sociedades competidoras⁽³⁸⁾.

La ley ha elaborado un sistema consistente en vedar al accionista el derecho a tomar directamente de la fuente de información datos como por ejemplo de los libros de contabilidad y sociales, ya que de por sí no contiene datos ordenados para cualquier fin legítimo del accionista; es por ello que los artículos 226 y 227 de la ley establece que el derecho de información de los accionistas sobre los libros contables se efectúa por medio de Auditores, o sea en forma indirecta. Por otro lado, de debe evitar que estos libros estén a merced de cualquier persona que haya adquirido sus acciones con la finalidad de obtener secretos de la contabilidad social y aprovecharse de este conocimiento con fines de espionaje o de competencia a favor de otra persona⁽³⁹⁾.

Por último, el derecho de información se encuentra limitado por la posibilidad de que los administradores se nieguen a proporcionar los informes solicitados por los accionistas cuando a juicio del directorio la publicidad de los datos solicitados perjudique los intereses sociales⁽⁴⁰⁾. Tal negativa, debe estar fundamentada en un

evidente perjuicio para los intereses de la sociedad y nunca en un perjuicio puramente ficticio o imaginario aducido como razón formal de la negativa. Pero con criterio equitativo, el dispositivo legal antes referido ha tomado la precaución de impedir que el Directorio pueda negar los informes pedidos «cuando la solicitud sea formulada por accionistas presentes en la junta que representen al menos el veinticinco por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto»⁽⁴¹⁾.

2 La Transparencia del Mercado de Valores

2.1 Relaciones entre el Derecho de Información y el Principio de Transparencia del Mercado de Valores

El principio de transparencia debe entenderse por la información que la empresa proporciona no solamente al socio por su condición de tal, sino también aquella que ésta proporciona al mercado de valores, o sea, las acciones u obligaciones que son materia de negociación a través de los canales establecidos en nuestro medio, se está hablando de la Bolsa de Valores⁽⁴²⁾.

Sánchez Andrés dice que el viejo derecho de información del accionista individual convive hoy con más amplias obligaciones de publicidad de carácter general que, juntamente con el incremento de aquellos otros deberes fiduciarios que pesan sobre la administración de la sociedad y que vienen a definir el eje de coordenadas sobre el que evoluciona el perfil del estatuto jurídico de las sociedades anónimas abiertas y especialmente de las compañías que cotizan en Bolsa⁽⁴³⁾.

³⁷ VIRASSAMY, Georges. Límites de Información ... <http://www2.lahora.com.ec/paginas/rjuri411.htm>

³⁸ HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información ... <http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM>

³⁹ GARRIGUES, Joaquín y URÍA, Rodrigo. Comentario a la Ley ... TII, Pág. 421

⁴⁰ El artículo 130 de la ley dice: "salvo en los casos en que juzgue (el directorio) que la difusión de los datos solicitados perjudique el interés social"

⁴¹ GARRIGUES, Joaquín y URÍA, Rodrigo. Comentario a la Ley... Pág. 610

⁴² CASASSA MIGLIANO, Antonio. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág. 62.

⁴³ SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Págs 184 y 185



En las sociedades anónimas abiertas, del mero derecho tradicional a la información del accionista. Se pasa a un verdadero deber de carácter más general asumido por la sociedad, en cuanto ésta se ve abocada a suministrar informaciones de carácter público a las que también tenga fácil acceso cualquier persona interesada que así lo desee.

Existe un desplazamiento del centro de gravedad desde la información privada como individual del accionista, a la publicidad informativa como deber general de la sociedad de comunicar al público los datos más relevantes sobre la situación patrimonial y sobre la rentabilidad de la empresa, lo que indica que se ha producido en la nueva política de información, como instrumento al servicio, no sólo de los socios, sino del público interesado más o menos directamente, en la marcha de la sociedad.

Hay un tratamiento especialmente riguroso en materia de información para las sociedades con acciones que cotizan en Bolsa, frente a las que no lo hacen, pero, no podía ser de otra manera, pues es más que considerable la diferencia existente entre la adquisición de acciones en una negociación directa y personal entre adquirente y transmitente y una adquisición impersonal en Bolsa⁽⁴⁴⁾.

2.2 Evolución del Principio de Transparencia

Restrepo citando a Garrigues dice que las legislaciones mercantiles han consignado tradicionalmente una información mínima que las sociedades deben suministrar a sus accionistas; pero junto a este derecho subjetivo del accionista, al cual corresponde el correlativo deber de la sociedad de facilitar informes, aparece hoy un deber más amplio, un deber de información al público, precisamente a cargo de

aquellas sociedades que hacen apelación al crédito público, llevando sus acciones a la Bolsa. En tal caso, la marcha de los negocios de la sociedad no interesa solo a los accionistas, sino que también interesa al público en general, a todos los ciudadanos que puedan quizás, querer ser accionistas adquiriendo acciones de la sociedad en cuestión y que por lo tanto, tiene derecho a ser informados de lo que ocurre en el seno de determinada sociedad⁽⁴⁵⁾.

El Derecho de sociedades se ha visto impregnado por la regla de la total publicidad, por un principio peculiar del mercado de valores (full disclosure) que, desde su aparición en la legislación estadounidense de los años treinta, ha ejercido una significativa influencia en un buen número de los restantes ordenamientos societarios. De esta manera, la información societaria deja de ser estrictamente social para convertirse en una amplia información empresarial, desbordando el cuadro de las relaciones entre la sociedad y los socios para proyectarse sobre la esfera económica, industrial y mercantil en que la sociedad se desenvuelve⁽⁴⁶⁾. En síntesis, el derecho individual se ha convertido en un deber público.

2.3 Fundamentos del Principio de Transparencia del Mercado de Valores

El mercado no es solo un canal de distribución de bienes, sino también un archivo y un trasmisor de información que sirve a los proveedores para alcanzar una mayor eficiencia y a los consumidores para realizar una cuidada elección de los bienes o servicios que contratan⁽⁴⁷⁾.

La formación de los precios en el mercado de valores depende, además de la libre concurrencia de ofertante y demandantes, de la información manejada por los agentes económicos respecto de los títulos bursátiles.

⁴⁴ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 60, 189, 190 y 202

⁴⁵ RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ...Pag. 69

⁴⁶ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 190, 195 – 196

⁴⁷ VEGA MERE, Yuri. Oferta, Información y Consumidor. <http://www.unired.ned.pe/~teleley/r2vi.htm>



Así, en una economía de mercado, es requisito indispensable la transparencia de la información⁽⁴⁸⁾, ya que un inversor racional, conocedor de las ventajas y riesgos de las distintas ofertas financieras, escogerá siempre la más rentable, colaborando de este modo a la eficiencia del mercado como mecanismo de asignación óptima de los recursos disponibles⁽⁴⁹⁾. Nos encontramos inmersos en la era de la información; la misma que es cada vez más abundante y también más accesible. En el mercado de valores la información es un insumo necesario para la adopción de decisiones⁽⁵⁰⁾.

A través de la transparencia se persigue, que los inversores tengan la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que toman son los resultados de su propia decisión, mediante el previo análisis de la información disponible en el mercado en relación con la operación que pretenden realizar, la transparencia es un elemento esencial en la eficiencia de los mercados a través de la formación óptima de los precios.

Los mercados de valores tienen como objeto de intercambio los llamados activos financieros; pues es la naturaleza especial de estos bienes lo que determina la necesidad de información, como elemento necesario para optimizar la asignación de recursos o eficiencia del mercado y la protección al inversionista.

Mientras que los denominados activos reales son susceptibles de apreciación material en tanto contienen un valor propio e intrínseco, los activos financieros deben ser apreciados desde su realidad jurídico económica, pues su valor no es intrínseco sino extrínseco. El valor de estos bienes nace de los derechos patrimoniales que confiere, generalmente la participación en las utilidades, o en un flujo

periódico de fondos, fijo o determinable, de un emisor, unido al grado de certeza que un inversionista tiene relación con el cumplimiento de esas expectativas.

La única forma de que una persona pueda representarse adecuadamente el grado de cumplimiento de sus expectativas sobre activos financieros o la realidad jurídico económica de éstos, será a través de la información. Es decir, la adquisición de un activo financiero por parte de un inversionista requerirá necesariamente de información en relación con sus características y la situación financiera de su emisor, sus productos o servicios, sus niveles de mercado, su administración, sus hechos de importancia, entre otros; si es que se quiere garantizar a los inversionistas una decisión adecuada respecto de la operación que se propone efectuar.

La transparencia constituye la clave para fijar los precios existentes y por ende, es además el punto principal del concepto de mercado eficiente. Un mercado eficiente es aquél donde los precios de los valores reflejan rápida y completamente toda la información disponible. En tal sentido, un mercado eficiente supone que los inversionistas asimilarán toda la información pertinente de los precios al tomar sus decisiones de compra y venta. Por lo tanto, el precio actual de una acción (o un valor) refleja toda la información conocida que incluye no sólo la información previa, sino también la información actual, así como los eventos que están siendo anunciados y que serán realizados próximamente⁽⁵¹⁾.

Si todos los participantes del mercado y en especial los inversionistas, disponen de la información suficiente para tomar sus decisiones, en igualdad de condiciones y oportunidades, tendrán las mismas posibilidades de ganar o perder, es decir, habrá la posibilidad

⁴⁸ MARÍN LOZADA, Ángel. "Análisis y Medidas para cautelar la información privilegiada". El Peruano 26/01/96. pág B-9

⁴⁹ SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Pág 185

⁵⁰ DIAZ ORTEGA, Enrique. La Información nuestra de cada día. Valores N° 32. Lima, Octubre de 1999. Página 3

⁵¹ SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. La Regulación en el Mercado de los Valores Mobiliarios. Thémis No. 40. Lima Perú 2000. Páginas 41 y 42



de aumento o pérdida de riqueza para todos los participantes⁽⁵²⁾.

Ello significa que el primer paso que el inversionista debe aprender sobre ganancia e inversión o elección de un producto financiero o una inversión profesional, es **obtener información**⁽⁵³⁾. La adecuada información es requisito indispensable para que se desarrolle un mercado de capitales eficiente que logre efectivamente cumplir con su propósito, que es el de canalizar el ahorro de la comunidad hacia la financiación de las inversiones productivas económicas y socialmente⁽⁵⁴⁾; esto significa que, un mercado sin buena información es un mecanismo que no puede lograr cumplir con su objetivo económico central que es el de asignar eficientemente los recursos de la economía, hacia las inversiones más rentables social y económicamente⁽⁵⁵⁾.

Para la Sociedad Anónima, estar registrada en bolsa implicará la facultad de hacer llamados públicos al ahorro de la comunidad a través de ofertas de acciones, de bonos o de papeles comerciales para financiarse, a diferencia de las sociedades cerradas que no pueden formular este tipo de ofertas públicas. Sin embargo ese derecho acarrea una obligación correlativa, que es la de tener que suministrar a los accionistas y al mercado en general una información más detallada que la mínima a que están sometidas las sociedades de estructura cerrada que no concurre al mercado público de valores⁽⁵⁶⁾. La información como deber societario y la transparencia del mercado de valores permanecen como motivo inspirador, como objetivo prioritario y contenido básico de la función de control y supervisión ejercida por la CONASEV.

Las “Sociedades Anónimas Abiertas”, son todas aquellas sociedades anónimas que hacen apelación pública al ahorro mediante la emisión u oferta de valores de cualquier clase⁽⁵⁷⁾. Los accionistas de las sociedades abiertas gozan; en su calidad de titulares de valores negociables, de adicionales instrumentos de tutela que les proporciona el Mercado de Valores que se hallan dirigidos a salvaguardar, directa o indirectamente, el contenido patrimonial de su inversión. En ese sentido, la Ley del Mercado de Valores garantiza a los inversores un considerable grado de información a través del sistema de auditoría, la transparencia y seguridad jurídica del mercado -aspectos que facilitan la desinversión del accionista-, el control de los intermediarios mediante su sometimiento a normas de conductas basadas en una absoluta prioridad del interés del inversor y un régimen sancionador frente al incumplimiento de la normatividad⁽⁵⁸⁾.

Para que un mercado sea eficiente es necesario que los consumidores puedan formar los precios libremente, esto es, mediante decisiones suficiente e igualmente informadas. La hipótesis de la eficiencia de los mercados señala que un mercado eficiente es aquel en el que la interacción de un gran número de compradores y vendedores da como resultado precios que reflejan toda la información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian; es aquel en el que los precios reaccionan de manera virtualmente instantánea para reflejar la nueva información, tan pronto como ésta se hace disponible.

La transparencia es una institución jurídica que comprende uno de los objetivos del mercado de valores peruano, consistente en

⁵² Vargas Piña, Julio. La Protección al Inversionista ... Página 136

⁵³ LEVITT, Arthur (Chariman de la Securities Exchange Comision EE.UU.). CONASEV. Suplemento comercial. “Semana de protección y educación al Inversionista”. Empresa editora “El Comercio”. Lima - Perú. 29/03/98. Pag. 3

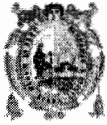
⁵⁴ RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ... Pag. 96.

⁵⁵ RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ...Pag. 109.

⁵⁶ RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ...Pag. 109.

⁵⁷ SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Pág 179

⁵⁸ VASQUEZ ALBERT, Daniel. “El Derecho de suscripción... Pág. 988



lograr otorgar a todos los potenciales inversores información veraz, suficiente y oportuna, respecto de los valores y los emisores de valores mobiliarios. Así, los inversionistas podrán adoptar sus decisiones sobre la base del análisis de la información vertida por el mercado en relación a la operación que pretenden realizar, confiando en que los únicos riesgos que asumen al decidir son los resultantes de su propia decisión. Quien invierte en productos financieros, es fruto de una *decisión meditada*, se entenderá que el inversor haya de conocer previamente las condiciones que rodean a la concreta operación a realizar. De esta manera, la decisión final de inversión quedará en buena medida *condicionada por el contenido de la información*, efectivamente suministrada al potencial inversor. Por ello, la transparencia es un elemento esencial para la formación óptima de los precios, circunstancia que es premisa de la eficiencia de los mercados de valores⁽⁵⁹⁾.

Un artículo publicado en el "THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS" ilustra la función del principio de transparencia de mercado, mencionado que cada trimestre, el día en que se anuncian los resultados de la International Business Machines (IBM), G. Richard Thoman su director financiero, reúne a los analistas del sector para una proyección de transparencias y una sesión de preguntas y respuestas. En seguida, la cotización de IBM cae, o se dispara, y a veces todo el mercado la sigue. Steve Milunovich, de Morgan Stanley dice que cuando la compañía anuncia buenos resultados y sus ejecutivos hablan en tono positivo, "los inversionistas hacen una extrapolación en el sentido de que IBM va a liderar el sector nuevamente"; pero cuando su director financiero anuncia resultados decepcionantes o hace advertencias sobre el futuro, los inversionistas corren a guarecerse⁽⁶⁰⁾.

La información incide en la *expansión del sistema financiero en su conjunto*, por ello, la información, al perseguir una garantía de igualdad (legal) para los sujetos que intervienen en el mercado, atrae los capitales hacia los sectores en donde mejor son remunerados, con el consiguiente reflejo en una más adecuada distribución y asignación de los recursos.

Se debe recordar la indudable condición de "consumidor" o "usuario" del inversor en activos financieros, que la protección del inversor en esta consideración es uno de los principales rectores de cualquier sistema jurídico del mercado de valores.

Si bien en principio cualquier adquirente o destinatario final de productos o servicios financieros puede ser considerado como un "consumidor", ciertamente no todo inversor se encuentra necesitado de una igual dosis de tutela jurídica. En tal sentido, es habitual la distinción entre *el pequeño inversor o inversor - ahorrador*, esto es, el típico consumidor de productos financieros en este ámbito difícil al que se enfrenta sólo ocasionalmente y que -por ende- desconoce, quien está necesitado por tanto de una especial protección jurídica, frente al *inversor especializado o experto (sophisticated investor)*.

Se debe tener presente que va ser la propia *naturaleza del activo financiero*, como derecho incorporal cuyo efectivo contenido económico depende de la realidad del proceso económico en su conjunto, la que propicia *su consideración como "mercancía peligrosa"*. Es por ello de la necesidad de tutela del público inversor en activos financieros. Esta característica es predicable tanto de los *productos financieros* que implican inversiones en empresas operativas y que se denominan "de primer grado", como los

⁵⁹ ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo. El empleo abusivo de la Información Privilegiada en el Mercado De Valores. <http://www.rcp.net.pe/munizlaw.com>

⁶⁰ ZIEGLER, Bart Su palabra mueve las acciones de IBM. THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. "El Comercio". 21/10/96. Pág E-5



derivados, considerados “de segundo grado”, al representar una inversión en otro producto financiero⁽⁶¹⁾.

Como se aprecia, la **información** no solo tiene efectos financieros, colaborando a la formación de un mercado para los títulos, sino es un elemento esencial para la generación de un clima de confianza que le aporte recursos y un vehículo para la democratización del capital⁽⁶²⁾; o sea, la transparencia, también beneficia a la propia empresa asegurando a los títulos por ella emitidos un amplio mercado, merced a la confianza que genera la información suficiente dispuesta oportunamente a disposición del público⁽⁶³⁾.

2.4 Definición

El vocablo transparencia se utiliza, en relación con el Mercado de Valores, para expresar la idea de que las entidades que recurren a él en busca de recursos, o cuyos valores son objeto de oferta pública secundaria, deben estar expuestos a la observación de sus accionistas, sus acreedores y público inversionista en general, a fin de que puedan conocer su situación, sus operaciones y actividades e inclusive sus perspectivas⁽⁶⁴⁾.

La transparencia es aquel principio bursátil que considera que la información de las empresas debe mostrarse como si estuviera en una vitrina, abierta a todos los agentes que interactúan con ella, sean proveedores, clientes, prestatarios e inversionistas, cada uno observando la información correspondiente a sus

emisores, debiendo tener una difusión amplia e igualitaria para todos los inversionistas, a fin de que adopten decisiones con un mayor abanico de criterios y con un cabal conocimiento del mercado, para que de esta manera coadyuve a que las fuerzas del mercado conduzcan de una manera adecuada a la asignación de recursos⁽⁶⁵⁾. Vidal Ramírez la concibe como la **información** mas completa posible que permite servir fundamento a la decisión de invertir en valores mobiliarios que se negocian en bolsa, ya que el inversionista requiere contar con una amplia **información** sobre las empresas cotizantes y el mercado⁽⁶⁶⁾.

El término “transparencia” se emplea en el lenguaje técnico para indicar la necesidad de contar con mecanismos que permitan el acceso, por parte de todas las entidades y personas que de alguna manera participan en el Mercado de Valores y particularmente de los inversionistas, a una adecuada información con respecto a los valores que se negocian en el mercado y a los emisores de dichos títulos⁽⁶⁷⁾.

El principio de la Transparencia involucra el conjunto de conceptos y normas tendientes a que los intervinientes en el Mercado de Valores tengan acceso a la información completa, oportuna, relevante, y veraz que les permita arribar a su propia concepción del precio de un valor, en igualdad de condiciones, minimizando la intervención de quienes pudieran tener acceso a información privilegiada⁽⁶⁸⁾.

En síntesis, la transparencia es un principio fundamental del mercado que significa

⁶¹ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores. Editorial Civitas S.A. Madrid – España, 1993 Páginas 26 y 27

⁶² VIDAL RAMIREZ, Fernando. La Bolsa de Valores ... Pág. 414

⁶³ CASASSA MIGLIANO, Antonio. “LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA”. Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág 64

⁶⁴ TOLA NOSIGLIA, José. El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Primera Edición. Editorial Mass Comunicación S.R.L., Lima. 1994. Página 341

⁶⁵ GUERRERO CORZO, Mario. La Transparencia de la Informática en el Mercado Bursatil. El Peruano de 09/09/97 pág. B-6

⁶⁶ VIDAL RAMIREZ, Fernando. La Bolsa de Valores ... Pag. 411, 412 y 414

⁶⁷ TOLA NOSIGLIA, José. El Mercado de Página 341

⁶⁸ Bakula B. Juan Miguel. La Transparencia del Mercado de Valores. Revista Avance Económico. Lima. Julio de 1986 Pág. 5



el hacer posible que todos los inversionistas cuenten, en igualdad de condiciones, con información suficiente, fidedigna y oportuna, sobre las empresas e instrumentos (valores mobiliarios) objeto de negociación. Todo esto con el propósito de otorgar a los inversionistas las garantías debidas en la toma de sus decisiones susceptibles de afectar seriamente su patrimonio. En este sentido, el deber de información excede el carácter de una obligación meramente legal para alzarse como resultado de una de las garantías básicas de mercado⁽⁶⁹⁾.

2.5 Características de la Transparencia del Mercado de Valores

La transparencia está conformada por la confluencia de dos vertientes de información: la que proviene y recibe la entidad de la Administración Pública y la bolsa de las entidades emisoras cuyos títulos se admiten a cotización, y la que emite la CONASEV y la bolsa, tanto en lo relativo a las entidades emisoras como a lo acontecido en el mercado y cuya finalidad es contribuir a la formación objetiva de los precios; ello significa que este principio detenta dos aspectos: información para la bolsa y a su vez información de la bolsa⁽⁷⁰⁾.

La información es el bien más valioso que el inversionista requiere para la toma de decisiones, es por ello que la CONASEV, el órgano del Estado supervisor, ejecuta acciones para que la información se encuentre al alcance de tales inversionistas en forma *oportuna, suficiente, veraz y en igualdad de oportunidades*⁽⁷¹⁾. La Ley del Mercado de

Valores (D. Legislativo 861) regula muchos aspectos vinculados a la transparencia del mercado de valores, con el objetivo de reforzar los mecanismos tendientes a lograr que toda la información este disponible al público en igualdad de condiciones y que los precios de los títulos reflejen dicha información⁽⁷²⁾.

Respecto a las características que debe tener la transparencia del mercado de valores Valenzuela Garach⁽⁷³⁾ considera que la información debe estar dotada de las siguientes: fidedigna, suficiente, actualizada, continuada, obligatoria, pública e igual para todos; Juan Miguel Bakula⁽⁷⁴⁾ dice que todos los intervinientes en el Mercado de Valores dispongan de información completa, oportuna, relevante y veraz sobre las diversas oportunidades de inversión; por último para Díaz Ortega⁽⁷⁵⁾ tal información debe reunir características como oportunidad, relevancia, claridad, comparabilidad y consistencia. De lo manifestado se puede sintetizar las características de la información que conforma la transparencia del mercado, o sea la emitida por el emisor de los valores e instituciones de Control y Centralizador de Negociaciones, debe ser suficiente o completa, oportuna, relevante, veraz, igualitaria y pública, las cuales analizaremos a continuación:

a) Información Suficiente o Completa

Los intervinientes en el Mercado de Valores requieren tener a su disposición toda la información que les permita construir un juicio sobre el valor que corresponde a un título dado. Esta

⁶⁹ Vargas Piña, Julio. La Protección al Inversionista en el Mercado de Valores. Temas de Derecho No. 2 Lima – Perú, 1995. Página 136

⁷⁰ VIDAL RAMIREZ, Fernando. La Bolsa de Valores ... Pag. 415

⁷¹ CONASEV. Suplemento comercial. "Semana de protección y educación al Inversionista". Empresa editora "El Comercio". Lima - Perú. 29/03/98. Pag. 4

⁷² TELLO LAS HERAS, Faviola. Información Privilegiada y Eficiencia del Mercado Valores 23 CONASEV Lima. Enero de 1997 Pag. 52

⁷³ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 259

⁷⁴ BAKULA B., Juan Miguel. La Transparencia ... Página 5

⁷⁵ DIAZ ORTEGA, Enrique. La Información ... Página 3



información debe ser suficientemente detallada y nítida para permitir a los inversionistas merituar con propiedad los riesgos y oportunidades contenidos en las alternativas de inversión. En el área de información contable y financiera existe un buen grado de consenso sobre los estados financieros que permiten hacer un análisis suficiente de una empresa⁽⁷⁶⁾.

b) Información Oportuna

Toda aquella información que llega tarde, simplemente pasa a ser parte de la historia, sin haber podido contribuir a la formación objetiva de los precios⁽⁷⁷⁾.

c) Información Relevante

Por el lado de los intervencionistas, la información disponible debe ser normalizada y debidamente procesada para que contribuya a la transparencia. De poco valdría, por ejemplo, que se le proporcione a un inversionista un cúmulo de facturas detalladas, mas le valdría disponer de dicha información pero condensada en la forma de un estado financiero⁽⁷⁸⁾.

d) Información Veraz

Se exige apoyar el sistema contable en la transparencia de elaboración de las cuentas anuales, en su **control y verificación profesional externa**, que permita mostrar a los socios y a cualquier persona interesada la "imagen fiel" del patrimonio social, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad. Es necesario que el sistema contable, que sea veraz y verificado fiablemente, superando los inconvenientes del modelo tradicional de la

verificación contable dependiente del autocontrol de la propia sociedad⁽⁷⁹⁾.

e) Información en Igualdad de Oportunidades

La igualdad de trato habrá de concebirse aquí como aseguramiento de la igualdad de oportunidades y como comportamiento neutral de los administradores. La información, como pieza clave del sistema, sólo podrá realizarse plenamente si el flujo de las noticias no queda limitado al estricto sector de los especialistas, se debe intentar, por ello, que esa información alcance a todos los posibles interesados, pretendiendo incluso hacer viables las reacciones conscientes por parte de los inversores menos expertos⁽⁸⁰⁾.

f) Información Pública

El deber de comunicación tiene, como destinatarios, a la propia sociedad emisora de valores, a las Bolsas en que sus valores estén admitidos a negociación, así como a la misma CONASEV, sobre los cuales, a su vez, recae la obligación de hacer públicas tales informaciones comunicadas por los medios reglamentariamente previstos⁽⁸¹⁾; La CONASEV hace público tales informaciones mediante el acceso de cualquier ciudadano al Registro Público de Valores y mediante INTERNET, de igual modo la Bolsa de Valores de Lima en su Biblioteca o ingresando a su página en INTERNET.

⁷⁶ Ver: BAKULA B., Juan Miguel. La Transparencia ... Página 5 y DIAZ ORTEGA, Enrique. La Información ... Página 3

⁷⁷ BAKULA B., Juan Miguel. La Transparencia ... Página 5

⁷⁸ BAKULA B., Juan Miguel. La Transparencia ... Página 5

⁷⁹ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 60 – 61

⁸⁰ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 202 y 259

⁸¹ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 200



2.6 Intervención del Estado en la Supervisión y control de la Transparencia del Mercado de Valores

2.6.1 La CONASEV

La CONASEV es una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia y capacidad plena cuya actuación se halla sometida a la ley⁽⁸²⁾. Se crea como una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. Dispone de importantes facultades en materia de información y asesoramiento sobre el mercado de valores, tanto primario como secundario oficial, además tiene las funciones de supervisión y de inspección de las normas de conducta y de los demás requisitos y condiciones de actuación exigibles a los distintos agentes que intervienen en este mercado, contando inclusive con facultades normativas y sancionadoras.

2.6.2 Fundamentos de la intervención del Estado en la Transparencia del Mercado de Valores

La regla general de partida es la libertad de emisión, es decir, la exclusión de toda autorización administrativa previa, en donde se incluye además la libre elección del procedimiento a seguir para la colocación en el mercado de los valores emitidos. Concedida mayor libertad de actuación a los agentes del mercado, se deben establecer paralelamente normas de conducta y de supervisión, "reglas de juego" en forma de normas de acceso al mercado, control, inspección y sanción, promulgadas precisamente con vistas a evitar los malos usos y abusos de la ya amplia libertad de actuación concedida.

Como límite del funcionamiento de un mercado liberalizado que propicia la intervención estatal es el *interés público nacional*, en cuyo ámbito se incluye entre otras,

la labor de protección del consumidor antes referida. La defensa del consumidor-inversor se presenta como una *pauta de interés público*, que aparece como uno de los factores que justifican la *intervención del Estado en el ámbito financiero*. De otra parte, se encuentra en el límite representado por los *mecanismos de inspección y disciplina del mercado*, que actúan a modo de cierre necesario para la perfección del sistema. La rapidez en los cambios en los mercados ha hecho que la actividad de los intermediarios financieros entrañe mayores riesgos e incertidumbres, de manera que las tradicionales reglas de prudencia de estas entidades deben verse reforzadas con una amplia labor de inspección y de control por parte de las autoridades competentes.

Es evidente la conveniencia de contar con una *autoridad externa de control, organización, vigilancia y supervisión del mercado de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de este mercado*. La Autoridad pública, que es destinataria natural de informaciones en gran medida privilegiadas, aparece dotada de muy amplias facultades adicionales encaminadas a procurar un *mayor grado de transparencia* en la propia marcha del mercado y en la actuación de todas las personas y entidades presentes en el mismo.

La experiencia estadounidense, comprueba cómo la elasticidad del concepto normativo de *security* ha permitido ensanchar la compleja legislación federal sobre *information and disclosure*, más allá del ámbito estricto de los títulos tradicionalmente regulados, abarcando al de las nuevas formas de inversión ideadas en la práctica del mercado de valores. Las nuevas formas, también están sujetas a las severas prescripciones dictadas en materia de publicidad en el mercado de valores, según las cuales, la emisión de *securities* debe estar siempre precedida por la tramitación de la

⁸² URÍA, Rodrigo. Derecho Mercantil. Decimonovena Edición. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas. S.A. Madrid, 1992. Página 608



registration statement de la S.E.C. (*Securities and Exchange Commission estadounidense*), según la cual se han de contener las informaciones analíticas sobre el emisor y sobre la propia emisión requeridas legalmente, así como las exigidas por las *rules and registration* de la S.E.C. que, en atención al particular tipo de emisor o de emisión, puede ampliar o restringir el material informativo a incluir; junto a lo anterior, habrá de elaborarse un *prospectus* que contenga informaciones análogas a las incluidas en aquélla y que está destinado al uso y manejo por parte de los potenciales inversores.

En conclusión, la funcionalidad y la eficiencia del mercado de valores exige la creación y organización de la CONASEV, con amplias e importantes competencias sobre el desenvolvimiento del mercado tanto primario como secundario oficial, las restantes medidas de transformación del aparato institucional afectan de un modo especial al funcionamiento de los mercados secundarios oficiales y muy en particular al mercado bursátil, desarrollando un nuevo marco jurídico para la negociación o adquisición derivada de los valores negociables⁽⁸³⁾.

2.6.3 Funciones de la CONASEV

Uría⁽⁸⁴⁾ describiendo las funciones de la CNMV española, cuya influencia en las funciones de la CONASEV es notable, sistematiza sus funciones las cuales a continuación se detalla:

a) **Informativas**, para facilitar a los inversores el necesario conocimiento de los valores que acceden a los mercados y asegurar la transparencia de los propios mercados y la correcta formación de los precios. El Registro Público de Mercado de Valores e Intercambios de la

CONASEV, permite el acceso a la información de carácter legal, económico-financiero (estados financieros de periodicidad anual y trimestral, memorias) y sobre todo, el conocimiento de hechos de importancia que puedan afectar el conocimiento del mercado⁽⁸⁵⁾;

b) **De Organización y Control** respecto del funcionamiento de los mercados primarios y secundarios y de la actividad profesional de quienes intervienen en ellos. El control de la CONASEV parece análogo al ejercitado por el juez en materia de homologación de actos societarios, pues no entra a juzgar la validez económica del acto sino su validez jurídica⁽⁸⁶⁾.

c) **De Supervisión e Inspección**, para verificar el respeto de las normas de conducta establecidos por la ley, así como las contenidas en las reglas de conducta que las desarrollen y para vigilar la actividad de las entidades directamente relacionados con el mercado de valores o de cualesquiera persona físicas y jurídicas en cuanto sus actuaciones se relacionan con dicho mercado. Es importante la verificación por parte de la CONASEV del ajuste entre las informaciones suministradas por las entidades emisoras de los valores y las condiciones exigidas por la Ley del Mercado de Valores. Pero una mayor eficiencia del mercado de valores no se logra únicamente mediante una mejora de su aparato institucional en términos tales que permita la adecuada supervisión del funcionamiento del propio mercado, sino, deberá propugnarse al propio tiempo su apoyo y complemento con la disciplina de la información, que va permitir que los propios agentes y

⁸³ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 28, 31-32, 122, 215, 217, 249

⁸⁴ URÍA, Rodrigo. Derecho Mercantil ... Página 608

⁸⁵ CONASEV. Suplemento comercial. "Semana de protección y educación al Inversionista". Empresa editora "El Comercio". Lima - Perú. 29/03/98. Pag. 5

⁸⁶ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 241.



observadores del mercado, los inversores e incluso los medios públicos de información ejerzan una efectiva vigilancia, sin cuya existencia los mayores esfuerzos supervisores de la CONASEV servirían de poco⁽⁸⁷⁾.

d) Disciplinarias, para la corrección del incumplimiento de las previsiones de la ley, incluso mediante el ejercicio de la potestad sancionadora. En las diferentes normativas sobre el mercado de valores es habitual configurar situaciones y prever facultades e incluso sanciones que sólo en parte pueden quedar conectadas con las exigencias propias de una mera transparencia o con las exigencias de una información completa a suministrar; además, se inspiran prioritariamente en finalidades de garantía en la recogida del ahorro y de tutela del contratante débil. El incumplimiento del deber de reserva dará lugar en todo caso a la imposición, por la CONASEV de la sanción por infracción grave y otras medidas para evitar la perturbación del normal desarrollo de las operaciones de valores⁽⁸⁸⁾.

e) De registro, correspondiendo a la Comisión la organización y dirección de los Registro Público de Valores. Se pone de manifiesto el inequívoco carácter público de las informaciones patrimoniales y financieras que han de suministrar en un momento inicial las entidades interesadas en emitir valores en el mercado. En realidad, es el objetivo propio de los distintos registros oficiales, de libre acceso al público, que debe mantener la CONASEV; esta información es de carácter público y de libre disponibilidad por el público, en particular, en lo que se

refiere a los informes de auditoría⁽⁸⁹⁾. Este Registro está a cargo de CONASEV y en él están obligadas a inscribirse las empresas que realizan oferta pública de acciones, bonos, etc. o mantienen inscritos tales valores en las bolsas de valores. También se inscriben las empresas calificadas como Sociedades Anónimas Abiertas así como las Sociedades Agentes de Bolsa, los fondos mutuos de inversión en valores y las sociedades que los administran, y las empresas clasificadoras de riesgo. La importancia del mencionado Registro, que forma parte de la estructura de CONASEV, radica en que toda la información de las empresas y valores inscritas en él está a disposición del público en general y especialmente de los inversionistas, quienes en forma gratuita pueden acercarse a revisar y examinar la información que necesitan para decidir su inversión⁽⁹⁰⁾.

f) Normativa, pudiendo dictar Circulares en desarrollo de las disposiciones reglamentarias que en su día se dicten, siempre que estas últimas contengan una expresa habilitación a tal efecto. El hecho de que la autoridad pública de control se sirva de instrumentos de transparencia y/o supervisión, y que los conjuguen al mismo tiempo con un amplio margen de discrecionalidad de que gozan la misma en el ejercicio de su doble función (control sobre la información y “filtro” de las sociedades), conduce a que tal autoridad pública (CONASEV) asuma una función activa incluso en la evolución de las reglas de derecho societario de sus respectivos ordenamientos. La inversión del ahorro deberá resultar productiva y rentable, pero ello no es por sí solo bastante; el ahorro

⁸⁷ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 240, 258 y 259

⁸⁸ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 124 y 245

⁸⁹ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 220

⁹⁰ VARGAS PIÑA, Julio. La Protección al Inversionista ... Página 136



necesita confianza y seguridad de una posibilidad de empleo rentable en todas las fases de la coyuntura de los mercados. Está demostrado en la práctica que el ahorro tiene en cualquier circunstancia una utilización rentable si coexisten mercados de renta fija, variable y derivados, líquidos y profesionalizados; pero para ello los distintos productos habrá de tener ante todo las mismas oportunidades, aun teniendo en cada caso en cuenta sus respectivos riesgos naturales. En este mencionado ámbito en donde se permite a la CONASEV desempeñar, en el marco de la prudente discrecionalidad que debe presidir en todo caso su tarea, una muy amplia (y en algunos casos incisiva) labor de regulación jurídica de todo el mercado de valores⁽⁹¹⁾.

2.7 Contenido del deber de Información

Los hechos materia de información son los siguientes: a) Estados Financieros; b) Aspectos vinculados al desarrollo del mercado de bienes y servicios que produce; c) planes de expansión; d) proyectos de inversión; e) manera en que la coyuntura económica afecta su actividad [tanto del punto de vista de la producción y colocación de productos]; f) viabilidad de los proyectos de inversión; g) mercado de bienes y servicios; h) orientaciones que imprime el directorio; i) capacidad de manejo de la gerencia; j) resultados económicos y oportunidades de pago de dividendos⁽⁹²⁾.

2.7.1 Información Financiera Auditada

La mayor parte de la información contable que toda sociedad se obliga a confeccionar, se debe someter a su verificación o contraste por

auditoria profesional externa, realizada por auditores nombrados por la Junta General.

Las reglas en las que debe sustentarse el dictamen de la auditoria se sustenta en la necesidad de que los estados financieros sean preparados de acuerdo a reglas uniformes de contabilidad estableciendo homogeneidad en las prácticas contables dado que estos estados constituyen elementos básicos para el análisis de la situación financiera cuyo resultado de las operaciones las empresas deben informar para la decisión del inversionista que constituye una de las garantías fundamentales que la transparencia otorga al inverso y conocer el estado y su rendimiento de inversión⁽⁹³⁾.

Los Informes de Auditoria no son algo que la CONASEV se limite a recibir con una mano de las empresas obligadas a aportarlos, para traspasarlos seguidamente, sin comprobación alguna por su parte, al Registro Público de Mercado de Valores e Intercambio; el órgano de supervisión, puede no darse por satisfecho con los informes que se aporten y requerir, en consecuencia, que se revisen o completen, pudiendo incluso llegar a sancionar a las Sociedades de Auditoria si apreciara la posible inobservancia de la legislación en materia de auditoria de cuentas o de normas técnicas de auditoria⁽⁹⁴⁾.

2.7.2 Información Financiera no Auditada

Existe obligatoriedad de que las empresas, cuyo valor esté inscritos, deben presentar a la CONASEV y a la Bolsa información financiera no auditada trimestral, y que dicha información está referida al estado general y al estado de ganancias y pérdidas así como ciertos índices financieros⁽⁹⁵⁾.

⁹¹ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 124 y 281

⁹² MARÍN LOZADA, Ángel.- "Análisis y Medidas Pág B-9

⁹³ CASASSA MIGLIANO, Antonio. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág 63

⁹⁴ SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Pág 182

⁹⁵ CASASSA MIGLIANO, Antonio. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág 63



Con las informaciones trimestrales, las entidades cotizadas deberán hacer público un avance de sus resultados, tanto los datos individuales como en su caso los relativos al grupo que dominen, así como otras informaciones relevantes, configuradas estas últimas principalmente por la mención de los hechos significativos acaecidos en el período correspondiente⁽⁹⁶⁾.

2.7.3 Memoria de los Ejercicios Anuales

La memoria es el documento a través del cual el directorio da cuenta de su gestión respecto del último ejercicio a la junta obligatoria anual, siendo complemento de los estados financieros⁽⁹⁷⁾. La Resolución CONASEV No. 271.1992.EF/94.10.0 establece las pautas para la preparación de los Estados Financieros, debiendo ser de fácil comprensión, expresada en moneda nacional, consignar el giro de la empresa, los rubros más importantes de su actividad, capital, número de acciones, etc.

2.7.4 Hechos Relevantes

Bajo el nombre de Hechos Relevantes se recoge y hace pública una gama variadísima de informaciones sobre acontecimientos societarios, como por ejemplo: una “operación acordeón”, el reparto de un dividendo a cuenta, otras reestructuraciones, el pago de dividendos pasivos de las acciones parcialmente desembolsadas, los aumentos de capital o de valor nominal de los valores admitidos, las emisiones de obligaciones, las modificaciones de estatutos sociales, las transformaciones y fusiones sociales, la escisión, la necesidad de reducir el capital por pérdidas, la segregación de una rama de actividad etc.; así también

comprende otros asuntos de diferente índole, entre ellos tenemos: la pérdida de una marca que representa un activo esencial, la obtención o retirada de una línea de crédito que favorece o dificulta la financiación de la sociedad, planes de expansión y sus nuevos proyectos de inversión, así también la manera como la coyuntura económica afecta su actividad, tanto desde el punto de vista de la producción y colocación de los productos como del referido a la viabilidad de los proyectos de inversión, etc.

La importancia de un hecho se mide por el grado de influencia que puede ofrecer un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en un determinado valor⁽⁹⁸⁾; estos hechos deben informarse a la CONASEV y a la Bolsa en el más breve plazo posible y debe ponerse en conocimiento al mercado por exigencias generales, incluso antes que a la propia esfera de los accionistas⁽⁹⁹⁾. El Hecho Relevante puede ser definido como todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos⁽¹⁰⁰⁾.

Como se puede apreciar que dentro del concepto de transparencia, el hecho de importancia informado veraz y oportunamente juega un rol preponderante en el mercado, pues el inversionista confiado en esos hechos, podrá tomar la decisión que mejor le convenga a sus intereses⁽¹⁰¹⁾.

2.7.5 Estructura Accionaria y Transferencias Relevantes

La comunicación de participaciones significativas permite conocer cuáles son las personas con participaciones importantes en una

⁹⁶ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 230

⁹⁷ Artículos 221 y 222 de la Ley General de Sociedades.

⁹⁸ CONASEV. Suplemento comercial. “Semana de protección y educación al Inversionista”. Empresa editora “El Comercio”. Lima - Perú. 29/03/98. Pag. 5

⁹⁹ SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Págs 181 y 182

¹⁰⁰ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 228

¹⁰¹ Resolución CONASEV N° 307-95-EF/94.10.0



sociedad, o sea, la estructura accionarial de la compañía en que participa o aspira a participar, lo que desde luego tiene interés en la esfera del voto, de su posible delegación y ejercicio, y muy especialmente, para facilitar el seguimiento de los cambios de control con relevancia a efectos de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) y para identificar posiciones que eventualmente pueden dar acceso a información privilegiada⁽¹⁰²⁾.

2.7.6 Destrucción, extravío o sustracción, afectación del valor Mobiliario

El artículo 33 de la Ley del Mercado de Valores dispone que el deterioro, extravío o sustracción de un valor o de cualquier medida judicial o acto que afecte al valor mobiliario inscrito en el Registro de Valores Mobiliarios deberán ser materia de información, tanto a la Bolsa como a la CONASEV.

2.8 Instrumentos Informativos

Los instrumentos informativos por excelencia en el ámbito del Mercado de Valores son los Folletos o “prospectos”, que, como los que amparan los productos farmacéuticos, tratan de advertir al público que los valores mobiliarios son también una especie de mercancías potencialmente peligrosas; es por ello que la identificación del producto y sus contraindicaciones, sus costes, riesgos y excepciones oponibles frente al inversor de buena fe, son las principales señas de identidad de este singular instrumento informativo, cuya función en todos los casos es permitir al inversor hacer un juicio fundado sobre la operación que en cada supuesto traten de amparar (emisión de valores, ofertas de compra, de venta o suscripción)⁽¹⁰³⁾.

En el cumplimiento de esta obligación ocupa un papel prioritario la publicación del

“prospecto” o folleto informativo, que normalmente va a coexistir con el empleo por parte del propio emisor de los valores de otros instrumentos publicitarios facultativos o potestativos.

El folleto informativo se debe poner a disposición gratuita de los inversores y de los potenciales suscriptores de los valores ofertados, debiendo ser editado por la entidad emisora, que hará entrega gratuita del mismo a los suscriptores de los valores que lo soliciten, asimismo, deberá estar disponible para el público en general en el domicilio social del emisor y, en su caso, en el domicilio social y sucursales de las entidades encargadas de la colocación de la emisión o del servicio financiero de la misma, como Bancos u otras entidades financieras. Se recalca de una manera especial tanto la exactitud como el carácter completo del folleto informativo. El folleto informativo habrá de ser absolutamente respetuoso con los principios de claridad, veracidad y suficiencia⁽¹⁰⁴⁾.

3 Información Reservada

La información reservada es aquella información que, pese a influir de forma sensible en la cotización de los valores, no debería ser hecha pública por afectar a los legítimos intereses de la sociedad emisora. Es por ello, que el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) prescribe que puede asignarse a un hecho o negociación en curso el carácter de reservado, cuando su divulgación prematura pueda acarrear perjuicio al emisor. El acuerdo respectivo debe ser adoptado por no menos de las tres cuartas (3/4) partes de los miembros del Directorio de la sociedad de que se trate o del órgano que ejerza sus funciones. La CONASEV está facultado a dispensarle de la obligación de informar al público.

¹⁰² SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Pág. 180

¹⁰³ SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Págs 182 y 183

¹⁰⁴ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 234, 235 y 236



4 Información Privilegiada

4.1 Concepto

El artículo 40 de la LMV establece que se considera información privilegiada a cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados no divulgada al mercado, y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

Dicho artículo considera información privilegiada a la información reservada referida por el artículo 34 de la LMV y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición.

Se denomina «información privilegiada» a la que aun no ha sido difundida y cuyo conocimiento puede traer ventajas indebidas para quien la use⁽¹⁰⁵⁾. Ello quiere decir que es considerada privilegiada cuando la información aún no es susceptible de ser conocida por la generalidad de inversores y sólo es conocida por ciertos sujetos que, por diversas circunstancias, tienen acceso a ella con anterioridad al resto de inversores⁽¹⁰⁶⁾. Valenzuela Garach define con gran precisión a la información privilegiada, entendiéndola a toda información de carácter concreto, que se refiere a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores⁽¹⁰⁷⁾.

Tola Nosiglia dice que lo positivo de la transparencia es que minimiza considerablemente las consecuencias del uso indebido de la denominada información privilegiada, ya que en principio todos los intervinientes en el mercado acceden o pueden acceder con similar prontitud a las informaciones más importantes, lo que implica una sana práctica. Se neutraliza así, hasta cierto punto, el poder de los llamados “insider”, que son las personas que por estar en estrecha vinculación con los emisores, manejan informaciones de interés para quienes actúan en el Mercado de Valores⁽¹⁰⁸⁾.

Por último, Vargas Piña dice la ley rechaza y sanciona la utilización de información relativa a una empresa que todavía no ha sido divulgada al mercado como hecho de importancia a la cual se califica como información privilegiada⁽¹⁰⁹⁾.

4.2 Personas Vinculadas a la Información Privilegiada y el deber de reserva

Las personas con acceso a “información privilegiada” son las que por su posición de accionista, directos, gerentes, financieros o asesores de las sociedades emisoras toman conocimiento de los estados de situación financiera, de los adjuntos a someterse a las juntas de accionistas o de directorio y en general, a aspectos vinculados directa o indirectamente a los valores incorporados a la negociación bursátil y que pueden permitírseles la obtención de una ventaja respecto a todos los demás inversionistas⁽¹¹⁰⁾. Estos sujetos tienen la posibilidad de conocer con antelación circunstancias que podrían generar variaciones en un determinado valor en el mercado, y de beneficiarse de esta especial situación realizando

¹⁰⁵ Ver: VIDAL RAMIREZ, Fernando. La Bolsa de Valores ... Pag. 434 y MARÍN LOZADA, Ángel.- “Análisis y Medidas Pág B-9

¹⁰⁶ ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo. Obra citada

¹⁰⁷ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 277

¹⁰⁸ TOLA NOSIGLIA, José. El Mercado de Página 345

¹⁰⁹ VARGAS PIÑA, Julio. La Protección al Inversionista ... Página 137

¹¹⁰ VIDAL RAMIREZ, Fernando. La Bolsa de Valores ... Pags. 434 y 435.



operaciones relacionadas con estos valores cuya realidad futura ha podido ser de algún modo prefigurada⁽¹¹¹⁾.

No solo los “administradores y directores” resultan involucrado en esta problemática, ya que el círculo de sujetos que puede estar en contacto directo con la información privilegiada de la sociedad afectada y que pueden abusar de tales informaciones es de hecho bastante más amplio que los integrantes de los órganos de administración y de gestión.

Este mayor grupo de personas que pueden estar en contacto con la información privilegiada hace muy difícil establecer el vínculo de causalidad entre éstas y su utilización indebida, es por ello, es que la LMV establece vía presunciones la posesión de información privilegiada en manos de otras personas, pero esta vez opta por dar la posibilidad de acceder la prueba en contrario. Los artículos 42 y 43 de la LMV establecen como presunciones juris tantum de posesión de información privilegiada de las siguientes personas:

- a) Los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como los miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, en su caso;
- b) Los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales;
- c) Los accionistas que individualmente o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales;
- d) Los socios y administradores de las sociedades auditoras contratadas por el emisor; de los Comités de Clasificación
- e) Los administradores, asesores, operadores y demás representantes de los agentes de intermediación;

- f) Los miembros del consejo directivo, gerentes y demás funcionarios de las bolsas y entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados;
- g) Los directores y funcionarios de las instituciones encargadas del control o supervisión de emisores de valores de oferta pública o inversionistas institucionales, incluyendo CONASEV, la Superintendencia y la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones;
- h) Los directores, gerentes y demás funcionarios de las instituciones de compensación y liquidación de valores;
- i) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor e inversionistas institucionales;
- j) Las personas que presten servicios de asesoría temporal o permanente al emisor vinculadas a la toma de decisiones de gestión;
- k) Los funcionarios de las instituciones financieras que estén a cargo de los créditos a favor del emisor; y
- l) Los funcionarios del emisor y de los inversionistas institucionales, así como de sus sociedades vinculadas.

En el derecho anglosajón se les conoce como **INSIDER** a las personas vinculadas a la información privilegiada en las que incluye no solo a los accionistas principales, administradores de sociedad emisora, sino también a los directores y funcionarios de bolsa y órganos controladores, etc.⁽¹¹²⁾.

A estas personas se les prohíbe revelar o confiar la información a otras personas hasta que ésta se divulgue al mercado, o recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada⁽¹¹³⁾, y, o, valerse, directa o

¹¹¹ ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo. Obra citada.

¹¹² MARÍN LOZADA, Ángel.- “Análisis y Medidas Pág B-9

¹¹³ Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores, aprobado por Resolución Conasev N° 910-91-EF/94.10



indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada. Adicionalmente, están tienen el deber de velar porque sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas⁽¹¹⁴⁾.

Todas las personas o entidades que actúen en los mercados o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberá salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. En particular, impedirán que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal, denunciarán los casos en que ello hubiera tenido lugar y tomarán de inmediato las medidas necesarias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse⁽¹¹⁵⁾.

En síntesis, toda persona que disponga de alguna información privilegiada sobre un determinado valor, debe abstenerse de realizar con él, directa o indirectamente, cualquier operación en el mercado, así como de comunicar la información a terceros o recomendar la compra o la venta del valor, mientras ésta no se divulgue al mercado.

5 Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada

5.1 Conducta específica

5.1.1 Característica del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada

Definida la transparencia como uno de los objetivos del mercado de valores peruano, resulta coherente que nuestra regulación trate

de impedir que quienes tienen la posibilidad de conocer la información antes de que se ponga a disposición del público la utilicen en su beneficio, o de tal modo que alteren la normal formación de los precios, esto es, el eficiente desenvolvimiento del mercado de valores⁽¹¹⁶⁾.

La actuación típica o conducta prohibida de los “insider trading”, es la utilización de información privilegiada tanto para la realización de operaciones sobre los valores a que ésta se refiere como para la recomendación a terceros (infidencia) de la adquisición o venta de dichos valores⁽¹¹⁷⁾, debiendo tener una exclusiva finalidad especulativa y desprovista de consideraciones de tipo “moral”, en cuanto vulnera las normas de conducta a que han de someterse las personas que intervienen en los mercados de valores, para obtener un beneficio propio o de terceros.

5.1.2 Deberes o Prohibiciones vulneradas

Como se ha analizado anteriormente, todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, hasta que ésta se divulgue al mercado, las conductas siguientes: a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la información se refiera; b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, cargo o funciones; c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda, basándose en dicha información⁽¹¹⁸⁾. Ello significa, que el deber vulnerado por los “insider trading” es el deber de reserva y lealtad que deben tener tanto con la sociedad emisora como con los agentes que intervienen en el mercado de valores.

¹¹⁴ Artículo 43 de la LMV

¹¹⁵ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 276

¹¹⁶ ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo. Obra citada

¹¹⁷ URÍA, Rodrigo. Derecho Mercantil .. Página 622

¹¹⁸ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 277



5.1.3 Extensión del Deber de Reserva

Lo que se pretende es que, quienes tengan acceso a la información antes que ésta se vuelque al público y al mercado, se abstengan de usarla en su propio beneficio o de tercero⁽¹¹⁹⁾. No solo se trata de los Administradores de la sociedad emisora sino de todo un amplio grupo de personas que estén vinculadas de algún modo a este tipo de información, pero solo mientras dicha información no sea puesta en conocimiento del mercado y público en general, o sea, los agentes del mercado puedan tener acceso a dicha información.

5.2 Fundamentos para la represión del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada

El control de divulgación o utilización de la información privilegiada en el ámbito del mercado de capitales es esencial por cuanto es uno de los factores que determinan la eficiencia del mercado con respecto a los valores que en él se negocian. Se busca que los precios de los valores negociados en bolsa reflejen la información "Pública" disponible a cualquier inversionista en igualdad de condiciones. La utilización de información privilegiada por parte de personas que tengan acceso directo tanto a las "buenas noticias" de la empresa como a las "malas", darían como resultado la obtención de ganancias aprovechándose de tal acceso, que no lo hubieran obtenido si la información hubiera sido vertida al mercado, ya que hubiera impactado directamente en la determinación del precio de cotización de sus valores⁽¹²⁰⁾. Al parecer la represión del uso indebido busca impedir la quiebra del principio de igualdad y que se atente contra la eficiencia del mercado, estos fundamentos lo analizaremos a continuación.

5.2.1 Impedir la quiebra del principio de igualdad

Es indudable que la lucha contra la utilización abusiva de las informaciones privilegiadas en el ámbito del mercado de valores, encuentra su ratio en la idea de la información pública, de la total publicidad, en aras de la mencionada igualdad de los operadores, el fundamento de esta lucha contra las prácticas de insider trading no radica en el deseo del ordenamiento jurídico de que no existan operadores (especializados o no) que cuenten con una información secreta o privilegiada, sino la de no valerse de ésta en las negociaciones, en beneficio propio o de tercero y en perjuicio de la oportunidad de negociar en el mercado de valores en igualdad de condiciones por parte de los restantes operadores⁽¹²¹⁾.

Las operaciones realizadas sobre la base de utilización de información privilegiada evidencia una disparidad entre los intervinientes, una de las partes contrata bajo las condiciones de mercado que son de conocimiento público, y la otra con una idea que, aunque no exacta, goza de mayores elementos de juicio para representarse el curso futuro del mercado. La información llega a una parte por su especial posición respecto del evento que transformará las condiciones de mercado, se produce un quiebre en la igualdad de posibilidades de asignación de los recursos, un quiebre que entraña un abuso por parte de quien conoce información reservada, que va en desmedro de la seguridad en la contratación en el mercado, y a la larga en desmedro de la confianza de los inversores en un mercado determinado⁽¹²²⁾.

¹¹⁹ VIDAL RAMIREZ, Fernando. La Bolsa de Valores ... Pag. 435.

¹²⁰ VELARDE DELLEPIANE, Manuel. Las presunciones de acceso a información privilegiada. Gestión del 21.11.96. Pág. 8

¹²¹ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 198

¹²² ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo. Obra citada



La oportuna represión de esta utilización ilícita de las informaciones tiene como fundamento garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata del inversor como parte débil de la relación⁽¹²³⁾.

5.2.2 Evitar se atente contra la eficiencia del mercado

Se debe destacar los efectos negativos que conlleva esta utilización abusiva de las informaciones, especialmente por su repercusión en la transparencia y eficiencia del mercado de valores, o sea, no poder cumplir su papel de formar los precios libremente de los valores que en él se negocian y que los inversionistas no podrán adoptar sus decisiones sobre la base del análisis de la información vertida por el mercado con relación a la operación que pretenden realizar. La oportuna represión de esta utilización ilícita de las informaciones, también tiene como fundamento el correcto funcionamiento del mercado⁽¹²⁴⁾.

6 Responsabilidad derivada del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada

A quienes incurrieran en infidencia revelando información de la que tienen conocimiento en función de su cargo o actividad, siendo dicha información relativa a valores de oferta privada y si con ello causaran un daño a otro, les serán aplicables las normas del Código Civil concerniente a la responsabilidad extracontractual, sin perjuicio de la aplicación las sanciones a que se refiere la LMV⁽¹²⁵⁾.

En los Estados Unidos de América se puede apreciar, junto a una amplísima labor de protección del inversor frente al insider profesional por parte de la S.E.C., es respaldada por su Tribunal Supremo por la efectividad de las acciones indemnizatorias civiles.

La responsabilidad civil ha cumplido tanto una función de prevención de comportamientos ilícitos, cuanto también la de procurar al sujeto perjudicado una reintegración de la pérdida patrimonial sufrida en el intento de que su patrimonio retornase a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito. Con ello podrá desempeñar una eficaz función disuasoria y reintegradora en el supuesto de daños ocasionados a sujetos determinados (daños “deseados”), en cuyo caso la verificación del daño normalmente no se presta a excesivas dificultades, incluso sin llegar a aludir a la necesidad de dolo en la actuación de su causante⁽¹²⁶⁾.

7 Sanciones derivadas del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada

Las sanciones por el uso indebido de la información privilegiada son de carácter civiles y administrativos, impuestos por el órgano de control, sin perjuicio de la indemnización por los daños y perjuicios causados y de la responsabilidad penal.

Las sanciones civiles consagradas por los artículos 43 y 44 de la LMV, se distingue en primer lugar a aquella todo infractor que hace uso ilegítimo de la información privilegiada a entregar al emisor los beneficios que hayan obtenidos; en segundo lugar, sanciona específicamente a los directores y gerentes del emisor, de los inversionistas institucionales, y para los miembros del Comité de Inversiones de los inversionistas institucionales, entregar íntegramente a la sociedad o al fondo, según corresponda, toda ganancia que puedan obtener proveniente de la compra y venta o de la venta y compra, dentro de un período de tres (3) meses, de valores emitidos por el emisor o negociados en dicho período por el inversionista institucional con el que se encuentran relacionados.

¹²³ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 271

¹²⁴ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 269 y 271

¹²⁵ TOLA NOSIGLIA, José. El Mercado de Página 380

¹²⁶ VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 263 y 273



Las sanciones Administrativas están señaladas en artículo 13 del Reglamento de Sanciones, aprobada por la Resolución CONASEV N° 0910-1992-EF/94.10 tipificándola como falta muy grave y dispone que cuando la infracción es realizada por los directores, administradores, gerentes otros funcionarios de una sociedad emisora es sancionado con la destitución, ocasionalmente con multa, y cuando es cometido por auditores la multa va desde las cincuenta (50) UIT hasta trescientas (300) UIT.

8 Conclusiones

- a) La información es el instrumento para la toma de decisiones y principal arma para la defensa de los derechos del accionista. El derecho de información, está siendo reconocido como uno de los pilares fundamentales de protección no solo del accionista sino también del público en general, particularmente tratándose de aquellas sociedades que tienen en el mercado de valores su principal fuente de financiación
- b) En las sociedades anónimas abiertas, del mero derecho tradicional a la información del accionista, se pasa a un verdadero deber de carácter más general asumido por la sociedad, en cuanto ésta se ve abocada a suministrar informaciones de carácter público a las que también tenga fácil acceso cualquier persona interesada que así lo desee. Ello es una característica de la transparencia del mercado de valores.
- c) La transparencia del mercado de valores está conformada por la confluencia de dos vertientes de información: la que proviene y recibe la entidad de la Administración Pública (CONASEV) y la bolsa de las entidades emisoras cuyos títulos se admiten a cotización, y la que emite la CONASEV y la bolsa al público con la finalidad de contribuir a la formación objetiva de los precios de los valores.
- d) La transparencia es un principio fundamental del mercado que significa el hacer posible que todos los inversionistas cuenten, en igualdad de condiciones, con información suficiente, fidedigna y oportuna, sobre las empresas e instrumentos (valores mobiliarios) objeto de negociación
- e) Concedida mayor libertad de actuación a los agentes del mercado de valores, se deben establecer como límite del funcionamiento de un mercado liberalizado que propicia la intervención estatal que es el *interés público nacional*, en cuyo ámbito se incluye entre otras, la labor de protección del consumidor; asimismo, las reglas de prudencia de los intermediarios financieros, que deben verse reforzadas con una amplia labor de inspección y de control por parte de las autoridades competentes en el caso del Perú la CONASEV
- f) Como consecuencia del principio de transparencia del mercado de valores, toda persona que disponga de alguna información privilegiada sobre un determinado valor mobiliario, debe abstenerse de realizar con él, directa o indirectamente, cualquier operación en el mercado, así como de comunicar la información a terceros o recomendar la compra o la venta del valor, mientras ésta no se divulgue al mercado. Es un deber de reserva.
- g) Los efectos negativos que conlleva la utilización abusiva de la información o la violación del deber de reserva de las personas que tienen acceso a las informaciones privilegiadas, es su repercusión en la transparencia y eficiencia del mercado de valores, o sea, no poder cumplir su papel de formar los precios libremente de los valores que en él se negocian y que los inversionistas no podrán adoptar sus decisiones sobre la base del análisis de la información vertida por el mercado con relación a la operación que pretenden realizar
- h) La oportuna represión de esta utilización ilícita de las informaciones tiene como fundamento garantizar el principio de



igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata del inversor como parte débil de la relación y el correcto funcionamiento del mercado

- i) Las sanciones por el uso indebido de la información privilegiada son de carácter civiles y administrativos, impuestos por el órgano de control, sin perjuicio de la indemnización por los daños y perjuicios causados y de la responsabilidad penal

BIBLIOGRAFÍA

- 1) BAKULAB., Juan Miguel. La Transparencia del Mercado de Valores. Revista Avance Económico. Lima. Julio de 1986.
- 2) CASASSA MIGLIANO, Antonio. «LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA». Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982.
- 3) CONASEV. Suplemento comercial. «Semana de protección y educación al Inversionista». Empresa editora «El Comercio». Lima - Perú. 29/03/98.
- 4) DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho Comercial. Editora Jurídica de Chile. Santiago de Chile, 1959.
- 5) DIAZ ORTEGA, Enrique. La Información nuestra de cada día. Valores N° 32. Lima, Octubre de 1999.
- 6) ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo. El empleo abusivo de la Información Privilegiada en el Mercado De Valores. <http://www.rcp.net.pe/munizlaw.com>
- 7) GARCIA CAMARENA, Leonardo. Derecho de la Información en el Marco de la Reforma del Estado en México. <http://gp.pan.org.mx/Documentos/rtc/p-cap3.asp>
- 8) GARRIGUES, Joaquin y URÍA, Rodrigo. «Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas». Tomo II. Segunda Edición. Madrid
- 9) GARRIGUES, Joaquin y URÍA, Rodrigo. Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I. Segunda Edición. Madrid.
- 10) GARRIGUES, Joaquín.- «Hacia un nuevo Derecho Mercantil». Editorial Tecnos. Madrid. 1971
- 11) GUERRERO CORZO, Mario. La Transparencia de la Informática en el Mercado Bursatil. El Peruano del 09/09/97.
- 12) HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información del Accionista en la S. A. <http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM>
- 13) ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad del ejercicio del Derecho de Información. <http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM>
- 14) LEVITT, Arthur (Chariman de la Securities Exchange Comision EE.UU.). CONASEV. Suplemento comercial. «Semana de protección y educación al Inversionista». Empresa editora «El Comercio». Lima - Perú. 29/03/98.
- 15) MALAMUD, Jaime. El derecho de los accionistas para revisar y fiscalizar los libros y papeles de una sociedad anónima. Revista de Jurisprudencia Argentina. Talcahuano 640. Buenos Aires. 1950 .
- 16) MARÍN LOZADA, Ángel.- «Análisis y Medidas para cautelar la información privilegiada». «El Peruano» 26/01/96.
- 17) RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984.
- 18) RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información en el rol del consultor gerencial. GESTION 5/12/96.
- 19) SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y los Derechos de los Accionistas. Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por: Uría, Menéndez y Olivencia. Tomo IV. Volumen 1º, Editorial Civitas S.A.. Madrid, 1992.
- 20) SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. La Regulación en el Mercado de los Valores Mobiliarios. Thémis No. 40. Lima Perú 2000.



- 21) STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. "Administración". PHH Prentice Hall. México, 1996. Página 672
- 22) SULLIVAN, Allana y KAMM, Tomas. «Los accionistas, lo primero». THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. EL COMERCIO 10/04/96 Pág E-6
- 23) TELLO LAS HERAS, Faviola. Información Privilegiada y Eficiencia del Mercado Valores 23 CONASEV Lima. Enero de 1997.
- 24) TOLA NOSIGLIA, José. El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Primera Edición. Editorial Mass Comunicación S.R.L., Lima. 1994.
- 25) TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993
- 26) URÍA, Rodrigo. Derecho Mercantil. Decimonovena Edición. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas. S.A. Madrid, 1992. Página 608
- 27) VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores. Editorial Civitas S.A. Madrid – España, 1993.
- 28) VARGAS PIÑA, Julio. La Protección al Inversionista en el Mercado de Valores. Temas de Derecho No. 2 Lima – Perú, 1995.
- 29) VASQUEZ ALBERT, Daniel. «El Derecho de suscripción preferentemente a la luz de la experiencia estadounidense». Revista de Derecho Mercantil. No 196-197. (abril - septiembre) Madrid 1990.
- 30) VEGAMERE, Yuri. Oferta, Información y Consumidor. <http://www.unired.ned.pe/~teleley/r2vi.htm>
- 31) VELARDE DELLEPIANE, Manuel. Las presunciones de acceso a información privilegiada. Gestión del 21.11.96. Pág. 8
- 32) VIDAL RAMIREZ, Fernando. «La Bolsa en el Perú». Cultural Cuzco S.A. Lima - Perú. 1988.
- 33) VIRASSAMY, Georges. Límites de Información en los negocios de una Empresa. <http://www2.lahora.com.ec/paginas/rjuri411.htm>
- 34) VIZCARRA HIDROGO, Oscar. La nueva Ley de Educación en la productividad empresarial.»Gestión» del 11.11.96.
- 35) ZIEGLER, Bart. Su palabra mueve las acciones de IBM. THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. «El Comercio». 21/10/96.

SUMARIO

- 1 La información como derecho del accionista en la Sociedad Anónima
 - 1.1 Importancia
 - 1.2 Evolución del Derecho de Información del accionista
 - 1.3 Concepto
 - 1.4 La Información como datos organizados
 - 1.5 Características
 - 1.5.1 Confiabilidad
 - 1.5.2 Relevancia
 - 1.5.3 Oportunidad
 - 1.5.4 Suficiencia
 - 1.6 Instrumentos de Información Societaria
 - 1.7 Oportunidad del Ejercicio del Derecho de información
 - 1.7.1 Información con ocasión de realización de la Junta General
 - 1.7.2 Información fuera de la Junta General. (cuando exista legítimo interés-Venta de Acciones)
 - 1.8 Información Secreta o Confidencial
- 2 La Transparencia del Mercado de Valores
 - 2.1 Relaciones entre el Derecho de Información y el Principio de Transparencia del Mercado de Valores
 - 2.2 Evolución del Principio de Transparencia
 - 2.3 Fundamentos del Principio de Transparencia del Mercado de Valores
 - 2.4 Definición
 - 2.5 Características de la Transparencia del Mercado de Valores
 - a) Información Suficiente o Completa
 - b) Información Oportuna



- c) Información Relevante
- d) Información Veraz
- e) Información en Igualdad de Oportunidades
- f) Información Pública
- 2.7 Intervención del Estado en la Supervisión y control de la Transparencia del Mercado de Valores
 - 2.7.1 La CONASEV
 - 2.7.2 Fundamentos de la intervención del Estado en la Transparencia del Mercado de Valores
 - 2.7.3 Funciones de la CONASEV
- 2.9 Contenido del deber de Información
 - 2.9.1 Información Financiera Auditada
 - 2.9.2 Información Financiera no Auditada
 - 2.9.3 Memoria de los Ejercicios Anuales
 - 2.9.4 Hechos Relevantes
 - 2.9.5 Estructura Accionaria y Transferencias Relevantes
 - 2.9.6 Destrucción, extravío o sustracción, afectación del valor Mobiliario
- 2.10 Instrumentos Informativos
- 3 Información Reservada
- 4 Información Privilegiada
 - 4.1 Concepto
 - 4.2 Personas Vinculadas a la Información Privilegiada y el deber de reserva
- 5 Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada
 - 5.1 Conducta específica
 - 5.1.1 Característica del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada
 - 5.1.2 Deberes o Prohibiciones vulneradas
 - 5.1.3 Extensión del Deber de Reserva
 - 5.2 Fundamentos para la represión del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada
 - 5.2.1 Impedir la quiebra del principio de igualdad
 - 5.2.2 Evitar se atente contra la eficiencia del mercado
- 6 Responsabilidad derivada del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada
- 7 Sanciones derivadas del Uso Ilegítimo de la Información Privilegiada
- 8 Conclusiones