

La ética en el uso de la información privilegiada [Ethics of Insider Trading]

Autores: Antonio M. Arroyo Rodríguez y Esther Vaquero Lafuente
Universidad Pontificia Comillas

Resumen

Se define lo que es y lo que no es información privilegiada e información relevante. Se exponen los cuatro argumentos éticos que prohíben el uso de la información privilegiada para beneficio personal. Se recuerda el origen de ideas de los que defienden que el uso personal de información privilegiada no es inmoral: a) una mala interpretación de Adam Smith y b) dos escritos (que no son de Ética Financiera) de Henry G. Manne. Se completa la exposición con datos históricos, legales, dos códigos de conducta y cuatro casos.

Palabras clave: Información privilegiada, igualdad de oportunidades, robo de un activo valioso e interpretación mecanicista de la Mano Invisible.

Abstract

Definitions of inside and relevant information. Four arguments that prove that Insider Trading is not ethical. Origins of the contrary opinion: a) Misinterpretation of the concept about the Invisible Hand by Adam Smith as something similar to the

Law of Universal Gravitation described by Sir Isaac Newton; b) Two writings by Henry G. Manne. Historical and legal data, two recent Codes of Ethics and four cases.

Key words: Insider Trading, Relevant Information, Equal Opportunity, Theft of Valuable Information, Invisible Hand.

I. Definiciones

1.1. Información privilegiada es la información relevante no pública, referente a valores mobiliarios que, si se conociera, influiría en las cotizaciones. Las definiciones jurídicas de información privilegiada (= no pública) y de información relevante (= importante) se encuentran extensamente detalladas en los artículos 81 y 82 de la Ley del Mercado de Valores.

1.2. No es información privilegiada (según la directiva 2003/6/CE) la deducida de análisis y estimaciones elaborados a partir de datos públicos.

1.3. Iniciados y clases de iniciados. La directiva 89/592, en sus artículos 2 y 4, hace una distinción entre los poseedores de información privilegiada (= iniciados, “insiders”, “initiés”, “enterados”), dividiéndolos en dos clases: iniciados de primer grado e iniciados de segundo grado.

“*Insiders*” de primer grado son los que por su trabajo, profesión o funciones tienen información relevante que el público no posee. Son “insiders” de primer grado los consejeros, directivos, grandes accionistas, asesores e intermediarios. Son asesores los abogados, los bancos de inversión (gestores de operaciones financieras), los auditores y las imprentas financieras. Son intermediarios las agencias de valores, las sociedades de valores, las bolsas y los corredores de comercio.

“*Insiders*” de segundo grado son los que han obtenido la información privilegiada de un “insider” de primer grado. Ejemplos de “insider” de segundo grado son los profesionales del arbitraje, un taxista que escucha una conversación, el amigo de un empleado, etc..

Esta distinción no la recoge la ley española, pero sí lo hace, por ejemplo, el código penal suizo en su artículo 161 (“true insiders” son los iniciados de primer grado, mientras que “tippees” son los iniciados de segundo grado).

II. Argumentos éticos en contra del uso de la información privilegiada

Comerciar en valores mobiliarios usando información privilegiada en provecho propio o de otras personas (amigos o familiares) es inmoral.

Es inmoral no sólo porque sea ilegal, sino porque viola:

- Los derechos de otras personas, que son los accionistas de la empresa.
- La igualdad de oportunidades entre los participantes en el mercado.
- Y daña el bien de la sociedad en su conjunto y, más en concreto, daña la confianza en el mercado financiero en particular.

Si, además, el que comercia con valores mobiliarios es un empleado de la empresa, quebranta su deber de fidelidad hacia los dueños de la empresa que son los accionistas. El que procede así percibe una doble retribución: su sueldo y el beneficio que percibe por negociar en valores usando información privilegiada. Esta segunda ganancia es injusta y excesiva.

2.1. El robo. El primer argumento para probar la inmoralidad del uso personal de la información privilegiada es que dicha información es un activo inmaterial cuya posesión puede producir (si no se publica oportuna y adecuadamente) pérdidas o ganancias patrimoniales. Dicho activo es propiedad de los accionistas que han arriesgado sus recursos para producir una situación determinada que todavía no es de dominio público. Lo normal es que ni los mismos dueños, los accionistas, sepan que existe dicha información, aunque sea suya. Y el que la usa en provecho propio (o de sus amigos y familiares) comete un robo de ese activo valioso.

Los ejecutivos, empleados y otros que trabajan para una empresa no son los dueños (al menos, no son los únicos dueños) de la empresa. La información que usan, si comercian con los valores mobiliarios de la empresa, pertenece colectivamente a todos los accionistas y ellos la están robando.

2.2. La igualdad de oportunidades. El segundo argumento para probar la inmoralidad del uso personal de la información privilegiada es que quiebra la igualdad de oportunidades. Esto vale tanto si el que usa la información privilegiada es empleado o accionista de la empresa como si no lo es. Puede ser un trabajador de una imprenta financiera, un abogado, un empleado de una compañía de seguros que está asesorando en el caso, un familiar o una amiga del que posee la información privilegiada. El que procede de esta manera no se puede comparar al analista financiero que sí posee la información que él mismo ha producido con su trabajo.

2.3. La confianza en el mercado financiero. El tercer argumento es el que el uso inadecuado de la información privilegiada daña al mercado en general. Primero, por-

que reduce el tamaño del mercado y segundo porque aumenta los costes de transacción.

La reducción del mercado tiene cinco efectos perjudiciales:

- La reducción de la liquidez, porque habrá menos compradores y vendedores.
- Un aumento de la volatilidad de la cotización, porque pequeñas compras y ventas causarán cambios importantes en los precios.
- Menor distribución del riesgo, porque habrá menos personas para soportarlo.
- El grado de eficiencia del mercado bajará al reducirse el número de participantes.
- Las ganancias serán menores para los participantes, porque habrá un menor número de transacciones.

Además de la reducción del mercado cuando se sabe que se está usando información privilegiada, hay otro efecto perjudicial: el incremento de los costes de transacción. Para prevenirse de futuras pérdidas, los participantes exigen en estos casos una mayor diferencia entre los precios de compra y de venta. Ello hace que el mercado sea menos eficiente¹.

2.4. El deber de fidelidad. En el caso especial de los empleados existe un deber de fidelidad hacia los dueños que les emplean. Igual que tienen obligación de abstenerse de usar los bienes de la empresa en provecho personal, deben abstenerse de usar la información empresarial reservada en provecho personal. Si un empleado, usando información privilegiada, compra acciones a un accionista que se las vende sin saber lo que realmente valen, está violando el derecho moral que tiene el vendedor. Por eso es falso decir que estamos ante un “delito sin víctimas”, aunque en la mayoría de los casos no se sepa quién es el perjudicado.

III. ¿Cuál es el origen de las ideas de los que defienden que el uso de información privilegiada no es inmoral?

i. A los que estudian por primera vez las razones profundas de la inmoralidad del uso de información privilegiada (aunque no estuviese prohibido), les sorprende que los libros de texto elementales empleen sólo argumentos a favor de la prohibición legal y callen los argumentos a favor de que, de hecho, se siga permitiendo dicha práctica (en cantidades no muy grandes).

En cambio, autores indiscutidos, como Manuel Velasquez, dedican gran parte del texto sobre el tema en cuestión a tomar en serio los argumentos que hay para negar que sea inmoral el uso de información privilegiada cuando no esté prohibido.

¹ Velasquez, Manuel G. (2002): *Business Ethics*, 5ª edición. Prentice Hall. Upper Saddle River, pp. 453-496.

ii. La voz de la discordia en el tema de la información privilegiada

El mayor partidario de la moralidad del uso en provecho propio de la información privilegiada es Henry G. Manne.

Otros defensores de su línea de pensamiento se pueden encontrar en:

- Bill Shaw, "Should Insider Trading be outside the Law?" *Business and Society Review*, verano 1988, pp. 34-37.
- Robert W. McGee, "Insider Trading: An Economic and Philosophical Analysis", *The Mid-Atlantic Journal of Business*, vol. 25, nº 1 (noviembre 1988): 35-48.

La ley "Securities and Exchange Act" fue promulgada en 1934. Treinta y dos años después (1966), Manne publicó en la editorial Free Press, Nueva York, su libro "Insider Trading and the Stock Market" (274 páginas) que nunca ha sido reeditado. Manne ha sido citado por la práctica totalidad de los escritores que han tocado el tema de la información privilegiada, como una rareza en contra de la opinión común. Patricia H. Werhane (en su artículo de 1989 "The Ethics of Insider Trading") habla de otros economistas y filósofos que defienden la misma opinión que Manne², pero no los cita. De forma que hay todos los años miles de personas que usan información privilegiada en provecho propio, pero ningún teórico se atreve a defender su licitud, ni siquiera en los sitios donde el uso de la información privilegiada en provecho propio aún no está prohibido. Manne, sin embargo, en la primera página de su prólogo afirma rotundamente:

"The present work does, however, largely defend insider trading".

En la página 15 defiende que los argumentos empleados por los legisladores son repetición constante de sentimientos vacíos, no respaldados por pruebas científicas. Dedicó el capítulo X "Objections to Information as Compensation" a probar que la información no es gratuita y que la distribución de la información es caprichosa, arbitraria e incontrolada (página 158). El capítulo X "The Problems of Public and Private Policing" (páginas 159 a 169) afirma que es muy difícil distinguir qué comportamientos de valores se deben prohibir y cuáles se deben permitir. A lo largo del capítulo califica la sección 16 de la Ley de 1934 como arbitraria y dañina (página 162).

El último capítulo del libro trata de los deberes de los funcionarios públicos. En este tema incluye un memorándum del Presidente Kennedy de fecha 2 de mayo de 1962 del que no se puede deducir una sola palabra que condene el uso de información privilegiada por parte de los empleados del gobierno.

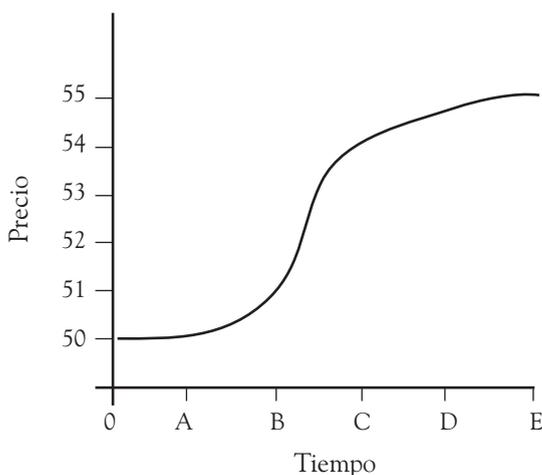
² Journal of Business Ethics (1989), 8, página 841.

El libro acaba con una lista de 35 casos sentenciados por los tribunales desde 1892 hasta 1964, más 82 páginas de notas, apéndices e índices.

Resumiendo, Manne dice en su libro:

- 1) La mera repetición de frases como “eso no está bien” no es un argumento científico.
- 2) El uso de información privilegiada beneficia a todos: a los que la poseen y a los que no la poseen, porque:
 - A) Reduce el riesgo, al ser el uso del mero rumor mucho más arriesgado.
 - B) Con el uso de información privilegiada, las cotizaciones reflejan mejor el estado real de la empresa en cuestión (Manne no usa la locución “en tiempo real” ni emplea en todo el libro la expresión “mercado eficiente”, ambas acuñadas posteriormente)³.
 - C) Evita las oscilaciones bruscas y perjudiciales del mercado (páginas 81, 83, 88 y 89), como muestran los siguientes gráficos:

Figura 1
Subida natural de las cotizaciones cuando no está prohibido el uso de información privilegiada



³ Manne, capítulos X y XI.

Figura 2
Subida de las cotizaciones cuando se usa la información privilegiada con las posteriores oscilaciones hasta llegar a un equilibrio

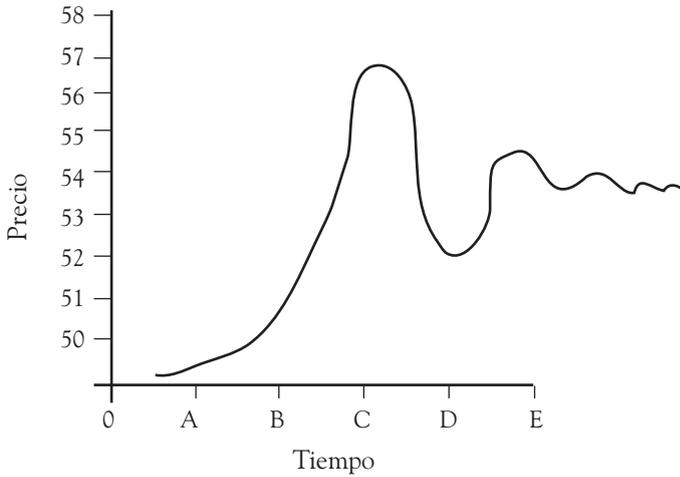


Figura 3
Comparación de la subida de cotizaciones basadas en un mero rumor y cotizaciones basadas en el uso de información privilegiada

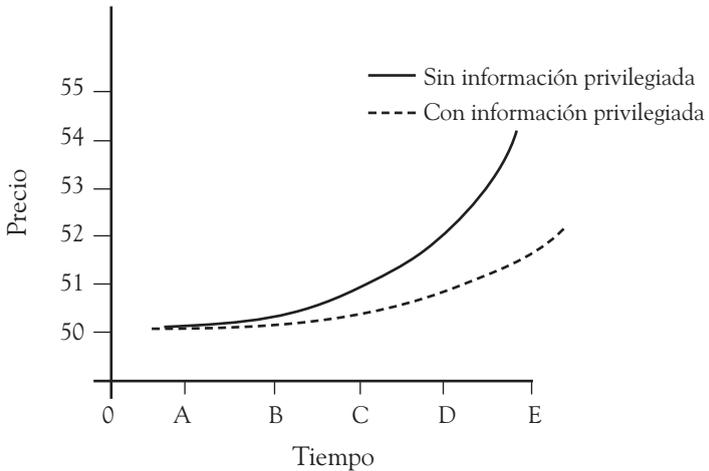
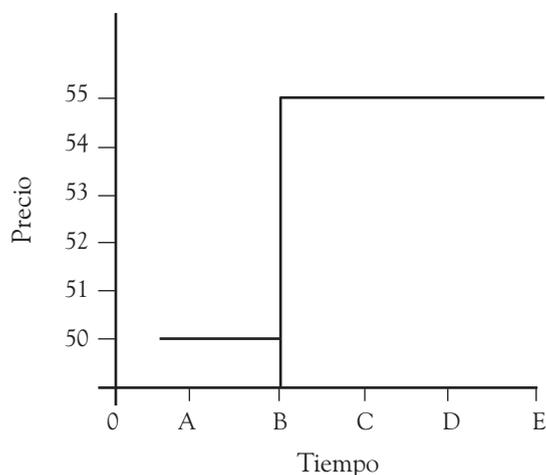


Figura 4
Efecto de la suspensión de cotización hasta el momento
de la publicación inesperada de la información importante



Manne –a diferencia de innumerables tesis y estudios posteriores– tampoco prueba con un riguroso análisis estadístico sus afirmaciones. Razona comparando el mercado con el mundo físico (el movimiento ondulatorio producido por la caída de una piedra en un estanque). Sin embargo, el mercado financiero está compuesto por seres humanos, dotados de inteligencia, libertad y sentido moral. Aquí entran los argumentos morales que Manne no sólo no refuta, sino que ni siquiera menciona. Su trabajo es económico, no ético.

iii. Algo parecido –según dice P. H. Werhane en el artículo citado– ocurre al comparar la Mano Invisible de Adam Smith (1723-1790) con el movimiento de los planetas en órbitas elípticas alrededor del sol, descrito por Newton (1642-1727). Adam Smith era, ante todo, un filósofo moral, alejado de cualquier visión mecanicista del libre mercado compuesto por seres humanos. Los siguientes pasajes de su famoso libro “An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations” lo prueban sin lugar a duda alguna. Las citas siguen la edición de 1976, hecha por University of Chicago Press:

1. En primer lugar, Adam Smith declara que la libre competencia favorece al productor y al consumidor (página 111, comienzo del capítulo X, a.1):

“The whole of the advantages and disadvantages of the different employments of labour and stock must, in the same neighbourhood, be

either perfectly equal or continually tending to equality. If in the same neighbourhood, there was any employment evidently either more or less advantageous than the rest, so many people would crowd into it in the one case, and so many would desert in the other, that its advantages would soon return to the level of other employments. This at least would be the case in a society where things were left to follow their natural course, where there was perfect liberty, and where every man was perfectly free both to choose what occupation he thought proper, and to change it as often as he thought proper. Every man's interest would prompt him to seek the advantageous, and to shun the disadvantageous employment”.

2. En segundo lugar, afirma que la gran causa de desigualdad es cualquier legislación que conceda privilegios a determinadas profesiones, industrias o empresas (página 133, capítulo X, parte II):

“The exclusive privileges of corporations are the principal means it makes use of for this purpose.

The exclusive privilege of an incorporated trade necessarily restrains the competition, in the town where it is established, to those who are free of the trade. To have served an apprenticeship in the town, under a master properly qualified, is commonly the necessary requisite for obtaining this freedom. The bye-laws of the corporation regulate sometimes the number of apprentices which any master is allowed to have, and almost always the number of years which each apprentice is obliged to serve. The intention of both regulations is to restrain the competition to a much smaller number than might otherwise be disposed to enter into the trade. The limitation of the number of apprentices restrains it directly. A long term of apprenticeship restrains it more indirectly, but as effectually, by increasing the expense of education”.

Adam Smith considera la libertad como condición necesaria para que exista libre competencia. Esa condición necesaria no es suficiente: hay que competir en condiciones de igualdad, pues sólo entonces el mercado es más eficiente y se practica en él un juego limpio.

3. En tercer lugar, la Mano Invisible funciona bien sólo cuando se actúa por propio interés, pero controlado. ¿Qué controla al propio interés egoísta? Los sentimientos morales y éticos, regidos por la razón. De otro modo el egoísmo daña la natural libertad de los demás (páginas 344 y 345, libro II, capítulo II):

“To restrain private people, it may be said, from receiving in payment the promissory notes of a banker, for any sum whether great or small, when they themselves are willing to receive them; or, to restrain a banker from issuing such notes, when all his neighbours are willing to accept of them, is a manifest violation of that natural liberty which it is the proper business of law, not to infringe, but to support. Such regulations may, no doubt, be considered as in some respect a violation of natural liberty. But those exertions of the natural liberty of a few individuals which might endanger the security of the whole society, are, and ought to be, restrained by the laws of all governments; of the most free, as well as of the most despotical. The obligation of building party walls, in order to prevent the communication of fire, is a violation of natural liberty, exactly of the same kind with the regulations of the banking trade which are here proposed”.

El egoísmo desenfrenado rompe la justicia, el juego limpio y la libre competencia. La Mano Invisible no es como la Ley de la gravitación universal de Newton, sino que depende de la buena voluntad y de la decencia. Cuando el egoísmo se exagera, el gobierno debe intervenir, dice Adam Smith (página 345).

El uso de información privilegiada perturba el mercado. Los que la emplean no juegan, como pide Adam Smith, en igualdad de oportunidades: unos saben más que otros y eso afecta a cualquier mercado, incluido el bursátil.

Por esto Manne debe ser ya olvidado (como lo ha sido), pues su análisis (desde el punto de vista ético) no es completo.

IV. Conducta ética en el uso de la información privilegiada

IV.1. Deber de salvaguardia (discreción) (art. 81. L.M.V.)

El artículo 81 de la L.M.V. establece: *“Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán 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 puedan derivarse”.*

Este genérico deber de salvaguardia, en su sentido de confidencialidad o reserva, cederá, naturalmente cuando existan obligaciones de comunicación o colaboración con las autoridades judiciales o administrativas ante sus requerimientos. Así, por el

artículo 82 de la L.M.V., se impone a los emisores de valores que informen en el plazo más breve posible de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos; sin perjuicio de que la C.N.M.V., según establece el artículo 89 de la L.M.V., ordene a los mismos y a cualquier entidad relacionada con los mercados de valores, que procedan a poner en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones significativas que puedan afectar a los valores, pudiendo en su defecto hacerlo ella misma.

IV.2. Deber de abstención (pasividad) (art. 81 L.M.V.)

La L.M.V., en el artículo 81 y junto al deber de salvaguardia, impone a todo el que disponga de alguna información privilegiada, no ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes conductas:

1. Preparar o realizar cualquier tipo de operaciones en el mercado sobre los valores a los que se refiere la información.
2. Comunicar dicha información a terceros.
3. Prohíbe a quienes dispongan de información privilegiada recomendar la adquisición o cesión de valores a un tercero o que haga que otro lo adquiriera o ceda, basándose en dicha información.

1. Preparar o realizar operaciones en el mercado:

La conducta básica prohibida consiste en la realización de operaciones de adquisición o venta por cuenta propia o ajena con valores mobiliarios, directa o indirectamente, a las personas que dispongan de una información privilegiada.

La utilización abusiva de información privilegiada constituye una infracción con independencia de que el resultado de dicha utilización sean beneficios o pérdidas. La disposición de información privilegiada es el presupuesto para calificar de ilícita cualquier tipo de operación en el mercado de valores que venga a realizar.

2. Comunicar:

Todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de comunicarla a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones.

El deber de no comunicar a un tercero la información privilegiada que se dispone, constituye una nueva modalidad de comportamiento cuando se comprobó que era insuficiente la represión del uso ilícito de información privilegiada. El elemento material análogo previsto por la ya antigua Directiva 89/592, viene referido a la acción de comunicar a terceros esa información fuera del ejercicio normal de la profesión o función del iniciado.

Con esta norma que impone el deber de abstenerse de realizar comunicación, al igual que la relativa a la recomendación que se trata en el siguiente epígrafe, se trata

de cumplir con la importante función de la prevención, pues se entiende que sólo disminuyendo la posibilidad de circulación de información privilegiada se estará reduciendo desde la misma base la posibilidad de comerciar. En ningún caso nuestro texto legal ha subordinado la infracción a que el destinatario de la información la utilice, aunque lo normal es que la comunicación ilícita sea una conducta que va acompañada, o sea preparatoria, de una operación en el mercado de valores. Una cuestión importante que hay que plantear es: ¿Para quiénes está justificada la comunicación?, ¿Quiénes se encuentran en la categoría de sujetos que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones tienen acceso a la información?

El principal problema consiste en la actividad realizada por los intermediarios financieros, analistas, asesores jurídicos y económicos, etc.. En principio todos éstos estarán incluidos en la excepción que literalmente establece el artículo 81: “*Todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de comunicarla a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones*”.

Así por ejemplo, en la relación entre un iniciado y un analista financiero, la comunicación de datos y de las noticias es necesaria y oportuna, encuadrable dentro del normal ejercicio de las funciones propias del iniciado, estando únicamente prohibido respecto al analista que haga uso de la información facilitada por su cliente; es decir, que todos aquéllos que resulten destinatarios de la información, no podrán utilizarla ni tampoco comunicarla. El que la L.M.V. justifique la posibilidad de comunicación de información privilegiada por parte de estos sujetos a terceros tiene como finalidad recoger una excepción natural y necesaria.

3. *Recomendar:*

Todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otros los adquiera o los ceda basándose en dicha información.

El derecho positivo español claramente inspirado en la Directiva 89/592, no ha olvidado incluir junto al deber de no-comunicación el de no-recomendación. La distinción entre los comportamientos de recomendar y comunicar, se basa en que la recomendación en ningún caso supone revelar la información privilegiada de que se dispone: simplemente se aconseja realizar una determinada operación. Mientras que en la comunicación sí se revela la información por la que resultaría lucrativa realizar la operación.

VI.3. Deber de silencio (L.S.A., art. 127 quáter). Murallas chinas (art. 83 L.M.V.: redacción del B.O.E. 23-11-2002).

El artículo 127 quáter de la L.S.A. modificado por la Ley de transparencia de 2003⁴, establece el deber de secreto.

⁴ Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

“1. Los administradores, aun después de cesar en sus funciones, deberán guardar secreto de las informaciones de carácter confidencial, estando obligados a guardar reserva de las informaciones, datos, informes o antecedentes que conozcan como consecuencia del ejercicio del cargo, sin que las mismas puedan ser comunicadas a terceros o ser objeto de divulgación cuando pudiera tener consecuencias perjudiciales para el interés social”.

La normativa afecta también el ámbito propio de la organización empresarial con el establecimiento de medidas preventivas. Desde un punto de vista general, respecto a las exigencias de buena conducta en el interior de una sociedad, la organización empresarial recibe con la nueva normativa en materia de “insider trading” nuevas misiones, en cierto punto necesarias, sobre todo en lo que se refiere a instituciones de crédito, en las que existe una gran probabilidad de que una de las partes contractuales que entran en contacto disponga de información incidental. Ante este problema se adoptan precauciones organizativas, creando las llamadas “murallas chinas” de silencio, que constituyen una medida tendente a prevenir el comportamiento ilícito de los iniciados. En nuestra legislación esta medida aparece prevista en el artículo 83 L.M.V. y es definida como un mecanismo por el que la información conocida por personas que operan en una parte de la empresa no es accesible a otras personas que desarrollan su actividad en otro sector de la misma; con lo cual se consigue un aislamiento interno en el que la función desempeñada por las distintas personas que trabajan dentro de la entidad se lleve a cabo de forma autónoma y sin posibilidad de que puedan surgir conflictos de interés. En concreto, los términos empleados por las diversas legislaciones son más o menos semejantes: *“Toda entidad que actúe o pretenda actuar en los mercados de valores o preste servicios de asesoramiento sobre inversión en los mismos deberá asegurarse de que la información derivada de estas actividades no esté al alcance, directa o indirectamente, del personal de la propia entidad que trabaje en otro sector de actividad de manera que cada función se ejerza de manera autónoma y sin posibilidad de que surjan conflictos de interés entre las mismas”.*

En la práctica serán las entidades financieras y los órganos de vigilancia e inspección que actúan en el mercado de valores los que deberán establecer con mayor rigor murallas chinas de silencio. Para la protección del inversor, muchas entidades establecen un código de conducta aplicable a sus empleados cuyas normas imponen el secreto y la prohibición de utilizar, directa o indirectamente, información confidencial.

V. Notas históricas de la evolución legal sobre el uso de la información privilegiada

5.1. Una denuncia histórica: Sir John Barnard (1723)

Sir John Barnard, sobresaliente conocedor de los negocios londinenses, denunció

en 1723 que personas vinculadas a la Compañía de las Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas. Al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, vendieron sus acciones. Poco tiempo después, cuando la noticia era ya de conocimiento público, el valor de las acciones bajó un 50%. Es decir, quienes basados en su conocimiento de información privilegiada realizaron la venta de sus participaciones sociales, se evitaron un perjuicio patrimonial considerable.

V.2. La incorporación de Alemania a la doctrina hoy comúnmente aceptada

El comercio con valores mobiliarios usando información privilegiada no ha sido ilegal en Alemania hasta el 1 de enero de 1995.

Las causas de la introducción de la nueva legislación han sido varias: la tendencia en la que se iban preparando las directivas de la Comunidad Europea, la presión ejercida por los organismos reguladores norteamericanos y los ruegos de los gestores de carteras internacionales.

A pesar de que se suponía que el sistema funcionaba como un pacto entre caballeros, existía una creciente sensación de corrupción en los mercados alemanes: movimientos injustificados en las cotizaciones y aparición prematura de información relevante.

Por otra parte, el creciente volumen de operaciones en la Bolsa de Frankfurt (había pasado de 25.000.000 de dólares en 1988 a 1.000.000.000 de dólares en 1998) hacía temer que si ese dinero se iba a Londres por miedo a la corrupción se perderían puestos de trabajo e ingresos fiscales.

La ley se promulgó, se acompañó de unos moderados castigos penales (hasta 5 años de prisión y multas hasta 2.000.000 dólares), se creó una oficina de vigilancia parecida a la S.E.C. (aunque mucho menor) y se implantaron dos procedimientos rutinarios:

- Obligar a los bancos a revelar la identidad de los clientes que estaban siendo investigados.
- Investigar las operaciones dudosas, gracias a un fuerte apoyo informático.

V.3. La legislación norteamericana desde 1933

V.3.1. Las primeras leyes federales relativas a Valores Mobiliarios

La Ley de Fraude por Correo fue promulgada en 1919 y prohibía el uso del Correo para defraudar mediante la compraventa de valores mobiliarios, pero fue poco efectiva.

Durante la Primera Guerra Mundial, la Secretaría del Tesoro organizó un “Comité de

Emisiones de Capital”, para que impidiera la interferencia del mercado privado de capitales en la emisión de Bonos del Gobierno. Dejó de funcionar poco después de la guerra.

Después de 1920 se dictaron normas para la regulación de valores concretos, como los ferrocarriles y la banca. Pero no existió un marco legal coherente hasta la promulgación de la Ley de Valores Mobiliarios (“Securities Act”) de 1933 y la Ley de Bolsas de Valores Mobiliarios (“Securities Exchange Act”) de 1934, motivadas en gran parte por la caída de cotizaciones del año 1929.

Con anterioridad a estas dos leyes, por regla general no había información sobre los valores al alcance del público. La manipulación de las cotizaciones y el uso de información privilegiada eran habituales y la crisis de 1929 arruinó a muchos pequeños ahorradores y especuladores.

Entre 1933 y 1934, el Comité del Senado de Banca y Moneda realizó una investigación completa sobre la manipulación y otras prácticas poco éticas de uso corriente en las Bolsas.

Las leyes de 1933 y 1934 se basan en las averiguaciones del Comité. El propósito de las leyes es estimular prácticas honestas y proporcionar al inversor información veraz sobre los valores. La ley propiamente antimanipulatoria fue la segunda en promulgarse en 1934.

V.3.2. La Ley de Bolsas de Valores Mobiliarios de 1934 (“The Securities Exchange Act”): nota sobre la historia de su promulgación.

La Ley de 1934 fue enviada por Franklin Delano Roosevelt al Congreso el 9 de febrero de 1934. Juntamente con el texto, Roosevelt envió un mensaje al Congreso en el que afirmó con brutal franqueza que “la desnuda especulación ha sido hasta ahora demasiado tentadora y demasiado fácil”. Su recomendación final fue la siguiente: “Estoy convencido de que las Bolsas de Valores son necesarias y tienen una gran utilidad para nuestra vida comercial. Sin embargo, tiene que ser nuestra línea de conducta nacional el restringir el funcionamiento de las Bolsas en lo que toca a las operaciones puramente especulativas”.

La nueva ley (“The Securities Exchange Act”) fue presentada al Senado por Duncan Fletcher y a la Cámara por Sam Rayburn, representante del Estado de Texas. Su objetivo era proteger a los inversores contra los manipuladores bursátiles. Esta segunda ley fue peor aceptada que la Ley de 1933 (“The Securities Act”). Roosevelt fue acusado de atentar contra el capitalismo. La oposición tomó dos actitudes: la capitaneada por Herbert Hoover, y la dirigida por el Presidente de la Bolsa de Nueva York, Richard Whitney.

Hoover, que había sido el Presidente de los Estados Unidos anterior a Roosevelt, declaró que el Gobierno Federal se estaba volviendo demasiado poderoso y que la reglamentación de las Bolsas de Comercio debía hacerse por ellas mismas; o, a lo más, por parte de cada Estado del país.

Por su parte, Richard Whitney declaró que la Bolsa de Nueva York era una institución perfecta y que no necesitaba ninguna vigilancia federal. Insistió en que la Ley sería peligrosa porque perjudicaría a las inversiones necesarias para sacar al país de la Gran Depresión. Llegó a afirmar que “este país ha sido construido por la especulación, y su progreso debe continuar en la misma línea. La especulación vivirá siempre en este país, en tanto sigamos siendo americanos”. Amenazó con una huelga de capitalistas y profetizó que las Bolsas de Nueva York se cerrarían si no se detenía el Proyecto de Ley.

Además de sus discursos y declaraciones, organizó a los agentes de Bolsa y a las grandes empresas para que influyeran en contra de la Ley.

De su lado se pusieron George M. Humphrey, Sewell Avery, Eugene Meyer y otros. Se hizo popular una frase que pronunció Will Rogers: “Los de Wall Street no quieren que el Gobierno ponga un policía en su esquina”.

Roosevelt se preocupó seriamente ante tanta oposición y envió el 29 de marzo de 1934 un mensaje a sus partidarios del Congreso: “Se me ha dicho que un grupo poderoso y organizado está luchando contra la ley que he enviado al Congreso. Cartas y telegramas procedentes del mismo origen llegan continuamente a la Casa Blanca y al Congreso, pero yo estoy seguro de que este país no quedará satisfecho con esta legislación a no ser que aprobemos una ley con auténtica garra”.

A pesar del interés de Roosevelt, los enemigos de la Ley tuvieron éxito parcial: La Ley se promulgó el 6 de junio de 1934, pero salió un tanto debilitada.

Los objetivos de la Ley fueron cuatro:

- 1) La creación de la “Securities and Exchange Commission”, que regularía las materias referentes a las Bolsas de Valores.
- 2) Las Bolsas deberían aceptar unas reglas de juego limpio, que permitieran una mayor igualdad de oportunidades.
- 3) Se amplió el objetivo de la Ley de 1933 (que se aplicaba únicamente a los valores de nueva emisión) a todos los valores nacionales y extranjeros, nuevos o antiguos, que se cotizasen en las Bolsas norteamericanas.
- 4) Y, por último, el Banco Nacional (“Federal Reserve Bank”) debería regular los préstamos destinados a la inversión de valores.

En resumen, la Ley de 1934 intentaba poner fin a la época del capitalismo de libre empresa y comenzar una era de capitalismo controlado. Sin embargo, un ejecutivo de la “Securities and Exchange Commission” pudo decir con verdad la siguiente frase: “Si hay gente que desee formar una empresa cuyo objeto social sea arrojar dólares desde el Empire State Building, no hay nada o casi nada en esta Ley que lo impida, con tal de que digan al público qué es lo que se proponen hacer”.

El sábado 30 de junio de 1934 el Presidente Roosevelt se marchó de vacaciones al Caribe y, a través del Canal de Panamá, al Pacífico y a Hawai. Prohibió a la oficina

de prensa de la Casa Blanca que diera a conocer al público antes de que él se marchara la lista de los cinco miembros de la reciente “Securities and Exchange Commission”. El mundo financiero suponía que el Presidente de tal comisión iba a ser el radical James Landis, que intentaría controlar Wall Street. Pero Roosevelt había previsto tener un rasgo de comprensión y de compromiso. El Presidente de la comisión sería Joseph P. Kennedy (padre del futuro presidente de los EE.UU. John Fitzgerald Kennedy). Esto sorprendió tanto a los intransigentes partidarios del New Deal como al mundo financiero. Landis protestó amargamente. El Secretario del Interior, Harold L. Ickes, se sintió insultado y en su diario secreto escribió:

“En la reunión del Gabinete de ayer tarde, el Presidente habló de los nombramientos que tenía pensados para las nuevas comisiones creadas por el Congreso. No estoy de acuerdo con él en lo que toca al Presidente que va a nombrar para la Comisión de Valores. Ha designado para ese puesto a Joseph P. Kennedy, un antiguo especulador desafortunado de la Bolsa. El Presidente tiene gran confianza en él porque ha hecho fortuna, ha invertido todo su dinero en valores del Gobierno y conoce todos los gajes del oficio. El Presidente cree que Kennedy se va a comportar con toda integridad para robustecer la buena fama de su familia, pero yo nunca he visto que este motivo dé resultados”.

Pero Roosevelt tenía varias razones para creer que el nombramiento resultaría. En primer lugar, había que calmar a los financieros de Nueva York: el elegir a un conocido especulador para vigilar el comportamiento de las Bolsas haría más fácil el funcionamiento de la Comisión. Por otra parte, una labor tan especializada no la podría hacer nadie que no conociera desde dentro las prácticas bursátiles. Por último, Kennedy era sincero en su decisión de ganar buena fama por medio de este nombramiento. Así sucedió. Cuando catorce meses después Kennedy dimitió para aceptar una comisión similar, las normas del juego estaban claras y Wall Street había entrado por el camino de la ley. Esto es tanto más de admirar cuanto que Kennedy había participado en multitud de especulaciones y manipulaciones; así acababa de demostrarlo la famosa investigación llevada a cabo por Ferdinand Pecora.

V.3.3. Contenido de la Ley de 1934 (“Securities Exchange Act”).

La ley tiene por objeto mantener un mercado limpio y claro para las transacciones de valores mobiliarios.

Objetivos concretos de la Ley son:

1. Proporcionar al público una información fiable sobre los valores cotizados en bolsa.

2. Eliminar la manipulación, el fraude y la información falsa.
3. Asegurar unas transacciones justas.
4. Regular el uso de créditos concedidos para comprar valores.
5. Regular las transacciones realizadas por personas que ocupan posiciones de directivos miembros de los Consejos de Administración: los llamados “enterados” (“insiders”). Es decir, regula el uso de información privilegiada.

Según la Ley de 1934, todas las Bolsas del país deben estar registradas en la “Securities and Exchange Commission” (S.E.C.), proporcionando datos concernientes a su organización, miembros y normas internas. La Comisión puede ordenar a la Bolsa que altere o complemente estas normas.

Todos los valores cotizados en la Bolsa deben estar registrados, como también deben estarlo todos los agentes de Bolsa cuya actividad trascienda los límites de cada estado.

V.3.4. Las secciones 9, 10 y 15 de la Ley.

La sección 9 de la Ley de Bolsas de Valores Mobiliarios prohíbe la manipulación de cotizaciones en todas sus formas. Según el intérprete oficial de la Ley, que es la “Securities and Exchange Commission”, esta sección constituye el corazón de la Ley. Complemento de la sección 9 es la sección 10, que deja la puerta abierta a los reglamentos que posteriormente pueda promulgar la “Securities and Exchange Commission”.

La sección 9 prohíbe la manipulación de títulos cotizados en Bolsas oficiales, pero las secciones 10 (b) y 15 (c) extienden dicha prohibición a los valores negociados en el mercado paralelo, “over-the-counter market”.

La sección 9 prohíbe las prácticas manipulatorias usadas en la década de los años veinte en los Estados Unidos como son:

1. Las transacciones simuladas (“wash sales”), que no implican cambio real de propiedad.
2. Las compraventas previamente convenidas con otra persona (“matched orders”), simultáneas y similares en precio y cantidad.
3. La difusión de noticias tendenciosas (“tipster sheets”) por parte de un profesional de Bolsa con la intención de modificar las cotizaciones.
4. Inducir a operaciones bursátiles mediante el pago de comisiones para obtener la difusión de información que indique que un valor va a modificar su cotización debido a operaciones bursátiles planificadas.

Además de estas cuatro principales prohibiciones, la sección 9, en su apartado (a) (2), especifica una medida de largo alcance: prohíbe, de forma general, efectuar una serie de transacciones que den la impresión de que existe un mercado real o

aparente en un valor mobiliario, o que tengan como resultado la subida o la bajada de la cotización de dicho valor, siempre que se hagan con la finalidad de inducir a la compra o a la venta de dicho valor por otras personas.

V.3.5. *Las disposiciones adicionales de la "Securities and Exchange Commission".*

La Comisión sigue complicando y poniendo al día los reglamentos complementarios de la Ley, según los manipuladores van encontrando maneras nuevas para obtener un beneficio. Las normas más usadas son Rule 10b-1, 10b-5, 10b-9, 10b-13, 10b-16 y 10b-17. Vigilan particularmente a las personas que pueden tener interés en encajar un valor al público, en la colocación de acciones por medio de derechos de suscripción y valores convertibles, en la actividad que circunda una oferta pública de compra y en los precios que rigen los canjes de paquetes.

VI. Legislación actual penal española referente a la información privilegiada

VI.1. Según la Ley Orgánica 15/2003 de 25 de noviembre:

Se modifica el artículo 285, que queda redactado como sigue:

1. Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años.
2. Se aplicará la pena de prisión de cuatro a seis años, la multa del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, cuando en las conductas descritas en el apartado anterior concorra alguna de las siguientes circunstancias:
 - 1ª. Que los sujetos se dediquen de forma habitual a tales prácticas abusivas.
 - 2ª. Que el beneficio obtenido sea de notoria importancia.
 - 3ª. Que se cause grave daño a los intereses generales.

VI.2. El organismo que vela por el correcto uso de la información privilegiada es la C.N.M.V. (art. 14 L.M.V., según B.O.E. 23-11-2002).

VII. Normas de buen gobierno

VII.1. Código Olivencia (26-02-1998), nº 8.3

La Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades (el llamado Código Olivencia) establece que: *“Con relación a la información de la sociedad a la que tienen acceso los Consejeros, la Comisión recomienda que las reglas de funcionamiento interno de la compañía recojan expresamente las obligaciones de discreción y de pasividad”*.

- A) *“La obligación de discreción impone al Consejero, no sólo el deber de guardar secreto de las deliberaciones del Consejo y de las comisiones de que forme parte, sino también el de abstenerse de revelar cualquier información a la que haya tenido acceso en el desempeño de su cargo”*.
- B) *“La obligación de pasividad le obliga a no hacer uso de la información reservada de la compañía para fines privados”*.

VII.2. Asimismo, el Informe Aldama establece los siguientes deberes de lealtad de los administradores relativos a dicha información:

- A) *No utilizar, con fines privados, información no pública de la sociedad.*
- B) *No aprovecharse de las oportunidades del negocio que conozca por su condición de Consejero.*
- C) *Mantener secretos, aun después de su cese, cuantos datos e informaciones hubiera recibido en el desempeño de su cargo, no pudiendo utilizarlos en beneficio propio, ni facilitarlos a terceros, sin perjuicio de las obligaciones de transparencia e información que impongan la legislación mercantil y los mercados de valores.*

VIII. Algunos casos más conocidos

VIII.1. Juan Villalonga (1998)

El día 2 de enero de 1998 Juan Villalonga adquirió 264.224 opciones sobre acciones de Telefónica con un crédito de 200 millones de pesetas, obtenido en Argentina.

Juan Villalonga era Presidente de Telefónica y negociaba esos mismos días en secreto una fusión con la compañía telefónica estadounidense MCI-WorldCom.

El consejero de Telefónica Alberto Cortina Alcocer también realizó simultáneamente una operación similar por la misma cuantía, aunque a través de una sociedad controlada por él.

Villalonga ganó en esta operación 21.300.000 de pesetas en sólo 14 días, ya que decidió vender sus títulos antes del vencimiento de los mismos, después de que el

Presidente de la CNMV, Juan Fernández Armesto, le recomendara que diera a conocer públicamente su compra, a pesar de no estar obligado legalmente a ello.

La CNMV realizó una investigación en aquellas fechas sobre esta operación, pero tuvo que cerrarla al no poder probar que ninguna de las personas afectadas se valiera de información privilegiada.

La apertura del expediente de la CNMV provocó una polémica interna en este organismo, pues su vicepresidente, Luis Ramallo, llegó a acusar a Fernández Armesto de ocultar información al Consejo y de ser reticente a iniciar la investigación contra Villalonga. La respuesta del Presidente del organismo supervisor fue la de solicitar al Gobierno su comparecencia inmediata ante el Parlamento, lo que finalmente no se produjo debido a la pausa estival de las cámaras legislativas.

A pesar de que de las actas de los consejos de administración celebrados en las últimas fechas de 1997 y primeros días de 1998 recogen el estado de las negociaciones de Telefónica tanto con MCI como con BT, describiéndolas como contactos muy avanzados, la CNMV no pudo probar que se hiciera uso de información privilegiada y, por lo tanto, el caso se tuvo que archivar.

La situación de Telefónica, debido no sólo a la investigación abierta por la CNMV, sino también a los reveses sufridos después en diversas operaciones empresariales, llevó a Villalonga a presentar su dimisión el 26 de julio de 1998.

Las desavenencias que habían surgido entre Villalonga y el Gobierno de José María Aznar, a raíz de las retribuciones de los directivos de la compañía con millonarias “stock options”, así como la pérdida de confianza en su gestión por parte de algunos de los principales accionistas de la compañía, fueron otras de las causas de su dimisión.

El Consejo de Administración de Telefónica nombró ese mismo 26 de julio a César Alierta, anterior Presidente de la tabaquera Altadis, como nuevo Presidente de la operadora telefónica.

(Fuente: Internet, consulta el 15 de julio de 2004.)

VIII.2. César Alierta (1997-1998)

Los hechos datan de los años 1997 y 1998 y tienen como marco el desarrollo económico que se dio en estos años en la empresa pública Tabacalera (hoy privatizada y denominada Altadis), por el que las acciones que componían el capital de la empresa en cuestión alcanzaron su máximo histórico en Bolsa.

Las causas de la subida fueron dos:

- En primer lugar, la compra de la sociedad norteamericana fabricante de puros Havatampa.
- En segundo lugar, el acuerdo alcanzado para subir el precio de los cigarrillos entre un 9 y un 11%.

En esa época, César Alierta era el Presidente de Tabacalera y se presume que necesariamente tenía los conocimientos más que suficientes para poder prever el crecimiento económico que se estaba fraguando en torno a la actividad de Tabacalera.

Paralelamente a su cargo como Presidente, César Alierta participaba en dos sociedades que se encargaban de gestionar su patrimonio personal y familiar. Además había ejercido como vocal en el Consejo de Administración de la empresa de seguros Plus Ultra, puesto al que había tenido que renunciar por resultar incompatible con su cargo de Presidente de Tabacalera.

En 1997, su cónyuge, Ana Cristina Placer, decide fundar una empresa denominada Creaciones Baluarte estableciendo como único administrador a su sobrino, Luis Javier Placer Mendoza. Placer, en nombre de Creaciones Baluarte, solicitó un crédito de 400 millones de pesetas con el fin de suscribir 50.000 acciones Tabacalera.

En marzo de 1998, en pleno auge económico de las acciones Tabacalera, Creaciones Baluarte decide vender la totalidad de las que suscribió, obteniendo una plusvalía de 310 millones de pesetas (esto es, 1.863.137 euros).

En 1998, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a través de su Unidad de Investigación de los Mercados, decide fiscalizar los movimientos que se producen en torno a dicha operación empresarial.

Al poco tiempo, la entidad debe cerrar el expediente ya que no encuentra base objetiva sobre las presuntas irregularidades.

Más tarde, en enero de 2002, y tras unas informaciones publicadas en un determinado medio de comunicación, la Fiscalía Anticorrupción decide abrir diligencias sobre el caso solicitando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores toda la documentación que ésta recogió en 1998.

El objetivo principal en la investigación del caso es determinar si Placer, al realizar las operaciones en Bolsa, hizo uso de información privilegiada que podría haberle proporcionado su tío, César Alierta.

La Asociación de Consumidores y Usuarios de Servicios Generales de Banca y Bolsa (AUGE), a finales del mes de noviembre de 2002, decide presentar una querrela en el Juzgado número 32 de Madrid contra César Alierta, contra su esposa Ana Cristina Placer y contra su sobrino Luis Javier Placer, por un supuesto uso de información privilegiada en la compraventa de acciones de Tabacalera durante 1997 y 1998.

El 14 de febrero de 2003 el Juzgado resuelve archivar la querrela al no encontrar indicio alguno sobre el delito que se les imputa.

Entonces AUGE decide interponer Recurso de Reposición frente a la resolución del Juzgado antes citado. A este recurso se adhiere la Fiscalía Anticorrupción, que ya venía investigando el caso desde varios meses atrás.

El Juzgado nº 32 de Madrid finalmente resuelve denegar el recurso reafirmando en los argumentos aducidos en su anterior resolución.

Recientemente, el caso vuelve a reavivarse debido al Recurso de Alzada interpuesto por AUGE ante la Audiencia Provincial de Madrid.

El 11 de junio de 2003, la Sección Sexta de la Audiencia Provincial de Madrid, emite un auto admitiendo parcialmente el recurso interpuesto por los demandantes anteriormente citados, por el que ordena al Juzgado de Instrucción número 32 de Madrid, “proceder a practicar aquellas diligencias que estime oportunas para la investigación de los hechos”, ya que afirma que, en principio, se pueden apreciar ciertas pruebas sobre los hechos de los que se acusa a los demandados. Por otra parte, también ha ordenado indagar sobre Antonio Alonso Ureba por un presunto delito de prevaricación, por ordenar al archivo del expediente de investigación en su día sin concluir la investigación satisfactoriamente. En el momento en que se produjeron las primeras investigaciones por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Alonso Ureba se encargaba de dirigir los servicios jurídicos de la misma y después se convirtió en Secretario del Consejo de Telefónica cuando Alierta fue nombrado Presidente.

(Fuente: Internet, consulta hecha el 15 de julio de 2004.)

VIII.3. Asturiana de Zinc (2000-2001)

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) detectó irregularidades importantes en la Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) lanzada en enero de 2001 por la empresa suiza Xstrata S.A. contra la firma metalúrgica española Asturiana de Zinc S.A. (AZSA).

En sus investigaciones particulares la CNMV observó indicios de delito por uso de información privilegiada y decidió remitir directamente a la Fiscalía General de Estado la documentación recopilada. Se trata de la primera ocasión en que el organismo supervisor del mercado español ha recurrido a la vía penal para dirimir un caso de información privilegiada.

El Fiscal General, Jesús Cardenal, dio inmediatamente orden a la Fiscalía Anticorrupción de abrir diligencias, y algunas semanas después, ésta interpuso denuncia ante la Audiencia Nacional por presunta violación del artículo 286 del Código Penal. El tribunal admitió a trámite la denuncia e inició el procedimiento solicitando información a la Comisión Federal Bancaria, homólogo suizo de la CNMV hispana.

A principios de diciembre de 2000, la empresa Xstrata S.A., cabecera de un grupo internacional de compañías dedicadas a la explotación y comercialización de metales básicos y recursos naturales, entabló conversaciones con el consejo de dirección de la firma Asturiana de Zinc (AZSA) con objeto de adquirir la totalidad de la empresa.

El 12 de enero de 2001 Xstrata S.A. daba a conocer oficialmente su intención de comprar AZSA, condicionando la operación a conseguir como mínimo el 80 % de

sus acciones y ofreciendo 13,5 euros por título, lo que suponía un 11% de beneficio sobre la cotización bursátil de la víspera y una valoración global de la empresa en 546 millones de euros.

La OPA se cerró con éxito dos meses más tarde y Xstrata obtuvo el 92% de los títulos.

Sin embargo, en los días anteriores a hacerse pública la operación de compra, el valor de las acciones de AZSA había subido un 45% y su volumen de negocio se había quintuplicado con relación a la media de contratación de títulos de esta empresa en el trimestre anterior.

Esto hizo presentar a un grupo de accionistas minoritarios de la empresa metalúrgica asturiana una denuncia ante la CNMV que desencadenó las primeras investigaciones.

Fruto de estas indagaciones se supo que durante el mes previo a la publicación de la OPA Thomas Schmidheiny, a la sazón miembro del consejo de administración de Xstrata, había comprado a título personal, por valor de varios millones de euros, 350.000 acciones de AZSA –cuando éstas cotizaban a menos de 10 euros– utilizando para la transacción cuentas del Crédit Suisse First Boston (CSFB), filial del Crédit Suisse a cuyo consejo de administración también pertenecía.

Posteriormente vendió sus acciones a Xstrata S.A. y en julio de 2001 presentó la renuncia a su cargo en esta firma. Dos meses después dimitía también como consejero del Crédit Suisse alegando que necesitaba concentrarse en su empresa.

El empresario suizo ha manifestado su disposición a colaborar con las autoridades judiciales españolas en un caso de cuya importancia puede dar idea el hecho de que el propio Schmidheiny haya abandonado su cargo al frente de Holcim hasta que finalice el proceso.

En caso de ser considerado culpable, Schmidheiny puede ser condenado a prisión y al pago de una multa de 1.500.000 euros.

(Fuente: Internet. Fecha de consulta: 15 de julio de 2004).

VIII.4. Martha Stewart (2001-2003)

Martha Stewart, dueña y propietaria de la empresa Martha Stewart Living Omnimedia, vende en diciembre de 2001 el paquete de 4.000 acciones que poseía de la empresa ImClone (investigación y producción de nuevos medicamentos) por cerca de 220.000 dólares.

En junio de 2002, la agencia estatal “Food and Drugs Administration” (FDA) de Estados Unidos, anunció su rechazo a un medicamento experimental llamado Erbitux que ImClone había desarrollado para tratar el cáncer de colon. A consecuencia de este anuncio la cotización de ImClone descendió de 19,01\$ por acción a 11,47\$ en apenas 20 días.

El 7 de junio de 2002 Associated Press publicó la sospecha de que antes de que la FDA hiciese público su anuncio de rechazar el Erbitux, varios parientes de Samuel Waksal (Consejero Delegado de ImClone) habían vendido 400.000\$ en acciones de la empresa.

Esta misma publicación relacionó sentimentalmente a Samuel y Martha, acusando a ésta última de haber hecho uso ilegal de información privilegiada.

Tras esta publicación, las acciones de Martha Stewart Living Omnimedia bajaron un 40%.

Cuando se acusó a Martha Stewart de hacer uso de información privilegiada, ella se defendió diciendo que únicamente seguía los consejos de su agente, al que se le acusó de comunicar información reservada relacionada con la venta de acciones de ImClone por parte de sus directivos.

Durante el juicio, Martha Stewart se negó a declarar amparándose en la quinta Enmienda y el juicio fue sobreséido.

Samuel Waksal renunció a su cargo en ImClone y se autoinculpó de 67 de los cargos de los que se le acusaba, exculpando a su padre y a su hija, por lo que fue condenado a 87 meses de cárcel que cumple actualmente (15 de julio de 2004).

En el año 2003 se acusó a Martha Stewart de “encubrir un hecho importante” y de “obstrucción a la Justicia” en el caso seguido contra Samuel Waksal, por lo que fue declarada culpable.

En julio de 2004 Martha Stewart fue condenada a cinco meses de cárcel y otros tantos de reclusión domiciliaria, por engañar a la justicia sobre las razones que le llevaron a vender las acciones de su compañía farmacéutica; además fue sancionada a pagar una multa de 30.000 dólares (unos 24.000 euros). Tras conocer la sentencia, anunció su apelación, con lo que evitaba provisionalmente su ingreso en prisión.

Fuentes:

Internet, fecha de consulta 15 de julio de 2004.

Diario “El Mundo” de 17 de julio de 2004, página 32.

Bibliografía

Bowie, Norman (2001): *Business Ethics*, Ed. Blackwell, Oxford, Inglaterra, pp. 206-224.

Gómez Iniesta, Diego José (1997): *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.

Manne, Henry G.: *In Defense of Insider Trading*, Harvard Business Review, vol. 113 (noviembre/diciembre 1966): 113-22.

Manne, Henry G. (1966): *Insider Trading and the Stock Market*. Ed. Free Press, Nueva York.

Marchesi, Jaime (2002): *Ética, crecimiento económico y desarrollo humano*, Ed. Trotta, Madrid.

Ortiz Ibarz, José M^a (1995): *La hora de la ética empresarial*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid, pp. 36-41.

Prat Rodrigo, Margarita (1990): *El uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones*, Ed. Deusto, Bilbao, 365 páginas.

Smith, Adam (1776): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, ed. 1976 by Edwin Cannan, University of Chicago Press, Chicago, 568 páginas.

Smith, Adam (1776): *La riqueza de las naciones*, ed. 1994, Alianza Editorial, Madrid, 808 páginas.

Weiss, Joseph W. (2003): *Business Ethics*, 3^a edición, Ed. Thompson, Mason, Ohio, pp. 368, 369.

Werhane, Patricia H. (1989): "The Ethics of Insider Trading". *Journal of Business Ethics* 8: pp. 841-845.

Conclusiones

Ningún académico duda hoy día de la inmoralidad del uso de la información privilegiada para beneficio personal, aunque ésta siga practicándose. La "Mano invisible" de Adam Smith no es un artefacto mecanicista al estilo de las leyes gravitatorias de Isaac Newton, sino que está dotada de entendimiento, libertad y responsabilidad. Henry G. Manne no habló de Ética, sino de reducir las oscilaciones bruscas de los precios bursátiles.

Conclusions

Today Insider Trading is portrayed as illegal and unethical. The Invisible Hand described by the moral philosopher Adam Smith was guided by reason, liberty and responsibility. The Invisible Hand was not similar to the Laws of Universal Gravitation by Sir Isaac Newton. Henry G. Manne did not write on Ethics, but on how to reduce sudden movements of the prices in financial markets.