

308909

1  
2ij



UNIVERSIDAD PANAMERICANA

FACULTAD DE DERECHO

CON ESTUDIOS INCORPORADOS A LA  
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

"EL USO INDEBIDO DE LA INFORMACIÓN  
PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES.,  
INSIDER TRADING"

**T E S I S**

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:  
**LICENCIADO EN DERECHO**  
P R E S E N T A  
**BERGIO AGUILAR ALVAREZ**

DIRECTOR DE TESIS: LIC. GUILLERMO DIAZ DE RIVERA

MEXICO, D. F.

1996

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A Dios por darme  
la oportunidad de vivir.

A mis padres por su  
comprensión y apoyo,  
en agradecimiento a lo  
que he llegado a ser.

A todos mis amigos que  
conocí en la Universidad  
por los momentos inolvidables.

A mis amigos del Club  
Asturias, en especial  
al Kaiser y a Mini, por  
los buenos tiempos.

# INDICE

	Págs.
INTRODUCCION .....	1
<b>CAPITULO I: CONCEPTOS GENERALES.....</b>	<b>4</b>
<b>1.1. DEFINICIÓN.....</b>	<b>4</b>
1.1.1 El insider o iniciado.....	4
1.1.2. La información privilegiada.....	7
1.1.3. Formas de actuaciones de los iniciados.....	10
1.1.4. Conclusiones.....	12
 <b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	 <b>13</b>
 <b>CAPITULO II: LA PROHIBICION DEL INSIDER TRADING           EN EL DERECHO COMPARADO.....</b>	 <b>15</b>
<b>2.1. ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA.....</b>	<b>15</b>
2.1.1. Introducción.....	15
2.1.2. Marco legal.....	15
2.1.3. Teorías legales de responsabilidad por insider trading en el Derecho Federal Norteamericano.....	23
a. "Equal access theory".....	23
b. "La fiduciary duty theory".....	25
2.1.4. Definición de información confidencial en el Derecho Federal Norteamericano.....	27
a. Información importante.....	28
b. Información no pública.....	29
c. Valores afectados por la prohibición.....	29
2.1.5. Categorías de insiders.....	29
a. Corporate insiders.....	29
b. Tippers y tippes.....	30
c. Responsabilidad de Personas Morales.....	30
d. Presunción de conocimiento.....	31

2.1.6. Acciones y Sanciones en el Derecho Federal Norteamericano.....	31
a. Acciones entabladas por los poderes públicos.....	31
b. Acciones entabladas por los inversores.....	34
c. Acciones entabladas por el emisor.....	35
d. Acciones administrativas contra abogados ante la SEC.....	35
2.1.7. Conclusiones.....	36
<b>2.2. COORDINACION ENTRE LOS MERCADOS DE MEXICO Y ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA.....</b>	<b>37</b>
<b>2.3. LA LEGISLACION SOBRE INFORMACION PRIVILEGIADA EN EL DERECHO ESPAÑOL.....</b>	<b>38</b>
2.3.1. En el Derecho de las sociedades.....	38
2.3.2. En la Ley del Mercado de Valores.....	39
2.3.3. Las operaciones de los iniciados en las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.....	41
<b>2.4. COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA.....</b>	<b>44</b>
2.4.1. Introducción.....	44
2.4.2. La Directiva de la Comunidad Económica Europea y la Convención sobre el uso de información privilegiada.....	45
a. La Directiva de la Comunidad Económica Europea.....	44
b. La Convención sobre el uso de información privilegiada.....	46
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>47</b>

<b>CAPITULO III: SOLUCION EN LA LEGISLACION MEXICANA AL PROBLEMA DE INFORMACION PRIVILEGIADA.....</b>	<b>50</b>
<b>3.1. ANTECEDENTES.....</b>	<b>50</b>
a) El Mercado de Valores en México.....	50
<b>3.2. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....</b>	<b>54</b>
3.2.1. Decreto publicado el 28 de diciembre de 1983, mediante el cual se adiciona el Artículo 16 Bis a la Ley del Mercado de Valores.....	54

3.2.2.	Disposiciones de carácter general emitidas por la Comisión Nacional de Valores.....	62
	a. Circular 11-12 que establece criterios generales de información privilegiada.....	62
	b. Circular 11-11, relativa a la información que se debe proporcionar a la Comisión Nacional de Valores al público inversionista y, en su caso a la Bolsa de Valores.....	63
3.2.3.	Decreto de fecha 28 de diciembre de 1989 por el cual se adicionan los artículos 16 bis al 16 bis 8 de la Ley del Mercado de Valores.....	65
<b>3.3.</b>	<b>LA LEGISLACION ACTUAL SOBRE LA INFORMACION PRIVILEGIADA.....</b>	<b>81</b>
3.3.1.	Introducción.....	81
	a. Decreto de fecha 13 de julio de 1993 por el cual se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores.....	82
	b. Circular 11-25 de fecha 31 de agosto de 1993 que contiene disposiciones de carácter general relativas a la forma y términos en que las sociedades emisoras de valores que dispongan de información privilegiada deberán divulgarla entre el público inversionista.....	93
	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>94</b>
	<b>CONCLUSIONES GENERALES.....</b>	<b>95</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA GENERAL.....</b>	<b>98</b>

## INTRODUCCION

Desde la década de los ochenta México ha estado sujeto a ajustes macroeconómicos con el fin de establecer estabilidad de precios y consolidar la base de un crecimiento económico, a través de programas "no ortodoxos" que han sido tangibles en una variedad de reformas legislativas.

La década de los noventa ha sido caracterizada por la creciente competencia de atraer flujos de inversión. México ha adecuado su política de inversión extranjera, reconociendo dicha competencia y asumiendo una actitud promotora para allegar capitales a la planta productiva nacional.<sup>1</sup>

Muestra de esto fueron las reformas a la Ley de Inversión Extranjera y la Ley del Mercado de Valores, entre otras, durante el sexenio salinista consecuentemente el sistema jurídico mexicano aplicable al mercado de valores se abrió al exterior.

La globalización e internacionalización de mercados financieros y las reformas legislativas contribuyeron que en México, trajera inversión extranjera en los mercados de valores siendo el mercado con más inversión en Latinoamérica. De abril de 1991 a febrero de 1993, México acaparó el 74.75% del total de las ofertas de valores latinoamericanos en los mercados de capitales, seguido por Argentina que representó el 19.67% de dichas ofertas<sup>2</sup>. Durante 1992 y 1993 México dominó el mercado de los instrumentos denominados "American Depositary Receipts" con 11 emisiones mexicanas que representaron el 41% del monto total de las ofertas mundiales de los Estados Unidos, seguido, muy de lejos, por Taiwán con un 12%.

Pero no fue sino hasta 1993<sup>3</sup> que el entonces presidente Carlos Salinas de Gortari, presentó iniciativas de reforma a la Ley del Mercado de Valores que se avanzó hacia una verdadera internacionalización de nuestro mercado.

En los principales puntos para la iniciativa de reformas a la ley:

- i) Otorgar un impulso vigoroso a la internacionalización.
- ii) Enriquecer la estructura institucional del mercado.

---

<sup>1</sup> Serra Puche, Jaime "Conclusión de la negociación del Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y Estados Unidos"; México, agosto de 1992, publicación de la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial.

<sup>2</sup> Rebeca Miller "Tides of Change", en "LatinFinance", Mayo de 1993, número 46.

<sup>3</sup> Publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 23 de diciembre de 1993.

iii) Perfeccionar el régimen para sancionar el uso de información privilegiada y considerar medidas adicionales para combatir los conflictos de interés;

iv) Avanzar en la autorregulación del mercado;

v) Consignar un estatuto jurídico capaz de brindar seguridad a la actividad bursátil.

Como objeto de lo anterior tenemos la inclusión del Capítulo IX "*De las operaciones internacionales*" en la LMV, conforme al cual, se permite que valores extranjeros sean objeto de oferta pública en el país siempre y cuando obtengan su inscripción en la Sección de Valores del RNVI. Asimismo se prevee la posibilidad de el establecimiento de un listado especial de valores denominado sistema internacional de cotizaciones en él pueden estar registrados en la Sección de Valores del RNVI.

Frente a la internacionalización de los mercados financieros, surge la duda sobre si tenemos una legislación eficiente para que en México se de un correcto funcionamiento del mercado bursátil.

Consideramos que uno de los pilares básicos para el correcto funcionamiento de todo mercado bursátil es la confianza que sea capaz de despertar en el inversor. Esta confianza requiere una transferencia informativa aceptable que asegure al inversor que la información que se le ofrece es suficiente y veraz, sin que exista información a la que no tiene acceso y que, al implicar un privilegio para quienes las utilizan, altera la igualdad de oportunidades que debe existir entre quienes acceden al mercado bursátil.

El objeto de este estudio es exponer al lector la problemática que representa el uso indebido de la información privilegiada en nuestro país. Puede afirmarse que en México los que tienen información privilegiada gozan de una relativa impunidad, puesto que la posibilidad de reprimir su actuación cuenta con instrumentos jurídico normativos obsoletos y escasamente definidos.

En este estudio no tratamos de realizar una investigación detallada de todos y cada uno de los aspectos que suscita al estudioso tema del insider trading (como se conoce mundialmente. Su interés desde nuestra perspectiva es evidente, en un momento en el mundo se ha dispuesto a comenzar su andadura en la lucha contra esa actividad que cada vez con más frecuencia está sacudiendo a los mercados financieros de nuestro entorno.



Los recientes acontecimientos en nuestro país, la fuga de capitales masivos en la Bolsa, fue, entre otras cosas, por la pérdida de confianza de que el mercado de valores en México exista transparencia informativa, por lo tanto es necesario una legislación más completa en nuestro país sobre este problema e imponer un control más efectivo sobre el uso de información privilegiada.

Los acontecimientos en los 80's conocido como el boom de la bolsa de valores, cuando se consolidan las casas de bolsa y grandes fortunas personales, haciéndose presumiblemente gracias al uso de la información privilegiada; manejando acciones de emisoras que los propios intermediarios controlaban y realizando operaciones con información no pública. Al sobrevenir el esperado "crack" de la bolsa, fueron las personas que se encontraban al frente de las casas de bolsa, los únicos que fueron capaces de "preveerlo", y de retirar o modificar adecuadamente sus posiciones, mientras que el resto de los inversionistas "desinformados" fueron arrastrados por el fatídico lunes negro.

Y recientemente se presume un uso de información privilegiada a gran escala, cuando un día antes de la devaluación de 1994, ciertas empresas mexicanas pudieron retirar su dinero o cambiar sus posiciones en el mercado de Valores, para no endeudarse, por lo que notoriamente se deduce que gozaban de cierto grado de información.

Desde el punto de vista normativo, el interés por la represión del abuso de información privilegiada en el Derecho comparado ha experimentado un notable desarrollo en fechas recientes, como consecuencia de hechos de notoria repercusión.

Debido a que el mercado de valores de Estados Unidos es el más desarrollado, y por los nexos comerciales entre México y Estados Unidos he elaborado un análisis de los medios que existen en Estados Unidos para prevenirlo y sancionarlo. Adicionalmente, y de una manera más breve, analizaremos las principales disposiciones para este problema en España, ya que son los países que tienen mayor influencia en nuestra legislación.

Y por último una referencia a las Directivas pronunciadas en contra del uso indebido de información privilegiada por la Comunidad Económica Europea.

## CAPITULO I: CONCEPTOS GENERALES

### 1.1. DEFINICION.

Los recientes acontecimientos producidos en determinados mercados de valores han puesto de relieve que uno de los pilares básicos para el correcto funcionamiento de todo mercado bursátil lo constituye la confianza que sea capaz de despertar en el inversor. Esta confianza requiere una transparencia informativa aceptable que asegure al inversor que la información que se le ofrece es suficiente y veraz, sin que exista información a la que no tiene acceso y que, al implicar un privilegio para quienes la utilizan, altera la igualdad de oportunidades que debe existir entre todos los que acceden al mercado bursátil. El inversor es consciente de que la protección de sus intereses exige la neutralidad de la información en el mercado, neutralidad que constituye al mismo tiempo un requisito de su eficacia<sup>4</sup>.

En consecuencia, cualquier situación de desigualdad o privilegio en el proceso de información bursátil lesiona los intereses de los inversores perjudicados e, indirectamente, el interés general en la eficiencia y transparencia del mercado. Por tanto, junto al privado, existe un interés de carácter público que justifica la existencia de medidas represivas de carácter mercantil, administrativo o, incluso penal.

#### 1.1.1. El Insider o iniciado.

Los abusos de información privilegiada, globalmente denominados en el Derecho anglosajón *insider trading*<sup>5</sup>. El concepto de *insider trading* no es un concepto legalmente definido en el Derecho Anglosajón y, además, suele ser utilizado en ocasiones de una manera equívoca. En efecto, como indica su propia etimología, se trata de la descripción de una conducta abusiva por parte de sujetos que se encuentran dentro (*insider*) de la sociedad, que al amparo de su posición profesional obtienen información con trascendencia para el valor de las acciones de

<sup>4</sup> Bartolomé Laborda, R., *La bolsa en el mundo*, Bilbao 1980, p. 230, donde señala que en el terreno informativo deben prevalecer la objetividad, la neutralidad, la amplitud, la sencillez y la claridad máximas.

<sup>5</sup> Sobre la dificultad de traducción al castellano del término anglosajón ver *Black's Law Dictionary* 8a edición, St. Paul Minnesota, pp 796 y sus definiciones de *insider* "With respect to federal regulation of purchase and sale of securities, refers to anyone who has knowledge of facts not available to the general public (e.g. officers, directors, key employees, relatives) "e *insider trading* "refers to transaction in shares of publicly held corporations by persons with inside or advance information on which the trading is based".

la sociedad y la utilizan en su propio beneficio. Mas las conductas que suelen incluirse dentro del término indicado comprenden con frecuencia actos realizados por sujetos extraños a la sociedad (outsiders), a los que la información no les ha llegado en virtud de su participación en la sociedad a la que se refiere, sino por otras vías. Esos sujetos, en rigor no son insiders. De ahí que el término francés, recogido en la Propuesta de Directiva Comunitaria de "iniciados", también adoptado en la doctrina española, sea más correcto en cuanto contempla una categoría más amplia de sujetos que llevan a cabo la conducta que resulta determinante desde el punto de vista jurídico: el abuso o utilización ilícita de información reservada, confidencial y privilegiada.

Las primeras regulaciones del insider trading en el Derecho Anglosajón, reprimían el comercio y la especulación sobre títulos por parte de los principales accionistas, los administradores o los directivos de la sociedad emisora. Es la obtención de rendimientos ilícitos por aquellos, en virtud de su ventajosa posibilidad de acceder a informaciones relativas al funcionamiento de una sociedad y posterior aplicación en la bolsa de lo que se sanciona.

Ya en esa primera fase el interés por controlar el insider trading arranca de una visión realista y extensiva de quienes son posibles insiders: además de los administradores sociales, la categoría de los *beneficial owners* directos o indirectos. El control se extendió igualmente a los miembros del personal de una sociedad que dispusieran de informaciones privilegiadas sobre una evolución técnica, comercial y financiera de la misma, obtenidas en virtud de las funciones que tuvieran en la sociedad, inclusive a veces mucho mejor que un accionista minoritario.

En consecuencia, el deber de abstención respecto de la negociación respecto de la negociación sobre los títulos que pesaba en un principio sobre quienes formaran parte de la sociedad emisora, se amplió al considerar la jurisprudencia comparada que resulta irrelevante cuál fuera la vía utilizada para obtener dicha información.

Si combinamos esta tendencia con el criterio de la profesionalidad, podemos distinguir dos categorías de iniciados o insiders. Un primer grupo que actúa de manera profesional en ámbitos societarios o bursátiles y que, por tanto, se hallan obligados a no utilizar la información, estándoles prohibida su comunicación a terceros y exigiéndoseles además la abstención respecto de la negociación de los títulos en cuestión. Este primer grupo tiene un límites relativamente precisos. El segundo grupo comprende una numerosa categoría de sujetos, porque en él pueden incluirse todos aquellos que sin implicación profesional directa en la sociedad o en

el mercado de valores, negocian ventajosamente con información a la que han accedido de forma casual.<sup>6</sup>

A pesar de que el aspecto subjetivo del insider trading resulta impreciso, ciertas clases o categorías de sujetos aparecen como principales sospechosos del abuso de información privilegiada, por ejemplo, los responsables de la decisión e información financiera. El hecho de que tanto organizaciones de carácter público o privado asuman en medida creciente decisiones susceptibles de influir en el mercado de valores hace tanto en la Administración Pública como en empresas financieras y de otra naturaleza puedan existir traficantes comerciales. En segundo término, también los periodistas pueden retener o retrasar noticias de carácter financiero que deberían ser públicas y operar privilegiadamente en el mercado, u optar por comunicarlas a terceros para que éstos las utilicen.<sup>7</sup>

La jurisprudencia anglosajona, al decretar los procesamientos de altos ejecutivos y periodistas, confirma que el denominador común de los iniciados reside en su capacidad para conocer datos o hechos con anterioridad a su difusión generalizada, es decir, en su acceso preferente a informaciones confidenciales.

Las instituciones bancarias y bursátiles mantienen una posición especialmente comprometida dada la gran cantidad de información a la que tienen acceso y que directamente o indirectamente puede ser considerada como privilegiada.

La cuestión adquiere una especial transcendencia puesto que las entidades financieras actúan sobre la base de la confianza, ya que los clientes piensan que al momento de revelarles datos sobre su empresa y sus proyectos futuros, consideran que no van a lucrar con dicha información.

En el ámbito anglosajón, la experiencia reciente demuestra que ciertos intermediarios, y en especial los denominados *investment banks*, son los principales productores de insiders, y en España en el mercado de las Ofertas Públicas de Adquisición de acciones, mas bien conocidas como las OPAs, que posteriormente analizaremos en el capítulo tercero. Precisamente, las propias entidades pretenden mantener la confianza del inversor en las comúnmente llamadas "*chinese walls*"<sup>8</sup> entre sus diversos departamentos y empleados, para evitar que fluya la información dentro de la empresa. Las operaciones de iniciados

<sup>6</sup> Ver Rodríguez Sastre "El delito financiero". Su repercusión en el Crédito y en la economía" Reseña de la Conferencia en el Colegio Central de Titulares Mercantiles. Madrid 1984. donde establece esta distinción entre profesionales y amateurs, entre quienes operan en bolsa correcta o fraudulentamente.

<sup>7</sup> Ver Rodríguez Sastre. "El delito financiero" Op.Cit.

<sup>8</sup> Mascareñas Perez Inigüo "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas" Serie MacGraw-Hill. Madrid, España.

se desarrollan en un entorno psicológico concreto, el bursátil, que ofrece peculiaridades y manifiesta hipersensibilidad con respecto a la información.

En México, no existe nada de estas medidas legislativas, se puede establecer que existe una impunidad hacia los establecimientos bancarios y bursátiles y los miembros de su personal, que inclusive hacen gala del lucro de la información que reciben de los clientes.

En conclusión, las limitaciones al abuso de información privilegiada afectan a los administradores y a los directivos, accionistas mayoritarios, empleados de la Administración, de la bolsa, así como de cualquier persona que obtenga una información que no se deba utilizar. Esta amplitud de los sujetos que pueden ser considerados como iniciados convierte a este en un elemento subjetivo para determinar el concepto de insider trading. La atención debe desplazarse hacia el elemento objetivo del abuso: la información privilegiada.

### 1.1.2. La Información Privilegiada.

Es conveniente recordar ahora que en un mercado como el nuestro, en el que la información bursátil es escasa, el nivel de estudio es precario y el grado de transparencia es insuficiente, el ámbito potencial para las operaciones de iniciados es amplio. Ello pone de relieve la urgencia de regular adecuadamente el volumen de información exigible a las sociedades emisoras de títulos cotizables, así como el acceso a aquella, porque *"si no se establecen unos caminos de acceso a la información que ordenen tan variable realidad y la aproximen al inversionista, éste hallará obstáculos insuperables para la cabal información de sus opiniones"*<sup>9</sup>.

La construcción del concepto de información privilegiada exige una referencia inicial. El material informativo de que dispone un iniciado se compone básicamente de hechos y juicios relativos a títulos- valores, sociedades emisoras u operaciones bursátiles.

Dentro de este material informativo de que dispone un iniciado es posible distinguir entre una información directa referida a los títulos o sociedades y un volumen informativo de carácter indirecto constituido por juicios e informaciones sobre operaciones y coyuntura bursátil en general.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> citado por Juan Sánchez Guílarte y Alberto Tapia Hermda en el artículo "El abuso de información privilegiada" en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Octubre- diciembre de 1987 Madrid España.

<sup>10</sup> Juan Sánchez Guílarte y Alberto Tapia Hermda. Op. Cit. pág. 773.

Se puede observar que no solo se dice que existe información privilegiada sobre determinadas sociedades, sino también las informaciones sobre el mercado y los elementos relacionados con el mismo.

Por tanto, la necesidad de controlar el insider trading impone una concepción amplia de su elemento objetivo tanto en su aspecto inmediato, la información privilegiada, como en su aspecto mediato. Aquella puede referirse a títulos valores ( acciones u obligaciones ), a los derechos inherentes ( todo el mercado de derivados) o a los emisores de títulos.

En ocasiones se considera insider trading el que la información a la que accede sitúe al iniciado en una situación ventajosa o de privilegio frente al resto de los inversores. Un enfoque de este tipo nos remite a considerar especialmente que el sujeto agente, criterio cuya imprecisión ya hemos tenido ocasión de señalar y ofrece poca utilidad a la hora de alcanzar una definición.

Para establecer que se entiende por información privilegiada, hemos puesto definiciones de juristas y algunas definiciones en legislaciones extranjeras.

Para Octavio Igartúa considera *"que el concepto de información privilegiada se utiliza generalmente para describir compras o ventas de valores de una emisora, realizadas por o favor de una persona cuya relación con la propia emisora es tal, que puede tener acceso a información de importancia que no está disponible para el público en general"*.<sup>11</sup>

Consideramos que esta definición no es completa ya que no considera algunos aspectos como la importancia de la información y el efecto que puede influir en las cotizaciones y no señala cual es el objeto de utilizar dicha información como es obtener una ganancia o evitarse una pérdida.

Para José Luis de Labra Madrazo<sup>12</sup>, se entiende por información privilegiada *"aquellos conocimientos tangibles u objetivos, aún no accesibles al público inversionista, sobre la situación jurídica, financiera o contable de una emisora, y por tanto, el uso indebido de información privilegiada, es la obtención de un beneficio o la violación de una obligación de confidencia o discrecionalidad por parte de personas internas o cualquier tercero vinculado con la emisora en base a conocimientos tangibles y en perjuicio del público inversionista"*. Sin embargo consideramos que esta definición es incompleta ya que se le olvida agregar quienes son los que tienen obligación de confidencia o discrecionalidad, como las personas

<sup>11</sup> Igartúa Araiza Octavio. "Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano". México Ed. Porrúa 1988.

<sup>12</sup> de Labra Madrazo José Luis, "Información privilegiada ( hacia un control de su uso indebido). Tesis profesional para obtener el título de Licenciado en Derecho por la Escuela Libre de Derecho. México, D.F. 1990.

internas o externas, y también que no necesariamente al manejar información privilegiada se causa un perjuicio al público inversionista, por lo tanto la definición debería decir que actuaran contra los principios fundamentales de igualdad y equidad sobre los cuales se rige el mercado de valores.

El Consejo de Europa que elaboró la Propuesta Comunitaria de Directiva sobre las operaciones de iniciados señala en su artículo 6 "A los efectos de la presente Directiva, se considerará información privilegiada toda información desconocida por el público que tengan un carácter preciso y que se refiera a uno o varios emisores de valores mobiliarios que, de hacerse pública, podría influir de modo sensible sobre la cotización del valor o valores mobiliarios"<sup>13</sup>.

De acuerdo con esta definición, tres parecen ser los caracteres de la información privilegiada:

1) Desconocimiento del público, lo cual permitirá calificar como tal una información conocida por círculos más o menos reducidos de sujetos, con el grave problema de la determinación del alcance de la difusión.

2) Precisión, como característica intrínseca que haga referencia concreta a emisores o valores mobiliarios, lo cual excluye informaciones sobre el mercado de valores en general.

3) Influencia revelante sobre la cotización de los valores, lo que excluye repercusiones indirectas sobre cotizaciones de valores diferentes a los que se refiere la información, por otra parte, dicha influencia es simultáneamente potencial y actual. Potencial, porque si fuera públicamente conocida influiría sobre la cotización, y actual porque su reserva también implica una influencia distorsionante sobre la cotización ideal hipotética.<sup>14</sup>

Esta faceta potencial también está presente en el Código de Conducta Europeo de 1977, que alude a una información que no haya sido hecha pública y que si lo fuera influiría de forma sensible sobre los cambios.

A nuestro juicio, la definición sobre la información privilegiada que nos presenta la Propuesta Comunitaria de Directiva sobre las operaciones de iniciados es la más completa, pero requeriría matizar en lo siguiente.

<sup>13</sup> Citado por Juan Sánchez Guillarte y Alberto Tapia Hermida. Op. Cit. pág 773

<sup>14</sup> Ver al respecto Juan Sánchez Guillarte y Alberto Tapia Hermida. Op. Cit. pág 774 y Rodríguez Sastre "El delito financiero" Op. Cit., donde hace una disección del concepto de información y del carácter privilegiado de la misma en el ordenamiento jurídico español.

i) Fuera desconocida del público en la medida en que su posesión represente un privilegio, apreciable en cada caso concreto de los tribunales.

ii) Estuviera concretamente referida a títulos-valores , a las entidades emisoras, al mercado bursátil o a elementos indicadores directamente condicionantes del mismo.

iii) Tuviera una influencia en la cotización lo suficientemente revelante como para estimar que el daño al mercado o a determinados inversores.

Si se introdujera esta definición en nuestra legislación las ideas de privilegio y daño otorgaría un matiz jurídicamente más preciso a dicha definición.

Esto es lo que se refiere a la definición de información privilegiada, porque la mayoría de los autores sobre esta materia confunden la definición de información privilegiada con insider trading o iniciado. Consideramos que la definición de insider trading sería la siguiente: *“ Operaciones de personas físicas o través de interpósita persona, en posesión de información privilegiada, con el objeto de procurarse un beneficio o de evitarse un perjuicio”*.

### 1.1.3. Formas de actuaciones de los iniciados.

La esencia de las operaciones de iniciados reside en el proceso de “acopio” informativo y el posterior empleo de la información obtenida. Debe observarse que *“el núcleo central de la administración de la inversión está constituido por el desarrollo del proceso informativo que antecede a la decisión de invertir”*<sup>15</sup>

El insider interfiere ese proceso, distrae información de la disposición pública y procede a su explotación privilegiada. Respecto al proceso formal de selección, análisis e interpretación de la información del inversor, el abuso de información privilegiada ofrece una características apreciables en sus diversas fases: emisión por sujetos profesionales, contenido informativo objetivamente reservado, transmisión y recepción de la información de modo restringido, etc.

En relación al proceso informativo, podemos distinguir dos formas básicas de actuación del insider. En primer lugar, un abuso “reflexivo” de quien en el ejercicio de su profesión o funciones accede a información privilegiada y adquiere o cede valores mobiliarios aprovechándose de aquella información. En segundo lugar, un abuso transitivo que consiste en la transmisión de información. La necesidad de

<sup>15</sup> Citado por Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida. Op. Cit. pág 775



controlar estas conductas conduce, necesariamente, a delimitar la represión de las primeras transmisiones. Dentro del segundo supuesto, es posible distinguir entre la transmisión de información de nuevos hechos y la de información canalizada a través de recomendaciones operativas.

Estas consideraciones nos revelan como los elementos objetivos y subjetivos del insider trading sólo se perfilan con cierta claridad en su manifestación dinámica. Lo que hemos llamado el abuso reflexivo se caracteriza por el acceso funcional o profesional y la posterior utilización de la información privilegiada, mientras que en la modalidad transitiva es preciso distinguir a un primer iniciado profesional que actúa como emisor de la información, un segundo iniciado no profesional que es receptor y que, a su vez, puede utilizar o transmitir nuevamente la información hacia un número potencialmente infinito de posteriores receptores.

La acción de un insider trading afecta el curso de las cotizaciones, con el consiguiente enriquecimiento para el iniciado y sus cómplices. En ese sentido, la variedad de formas específicas de actuación, ya que se puede traficar en nombre propio o ajeno, en provecho directo o indirecto, reteniendo o falseando información de forma individual u organizada, etc. ha llevado a concentrar la atención sobre el efecto producido, la perturbación del funcionamiento normal de mercado.

Efectuaremos ahora algunas consideraciones sobre el lugar y el tiempo en que se desarrolla el insider trading. Respecto al entorno, hay que señalar que en el mercado financiero el componente informativo adquiere una importancia esencial en la medida en que es una mercancía irreal, representativa y simbólica. El precio de los títulos-valores debe traducir el de las cosas materiales que financieramente representan y es esta necesidad de especial información el caldo de cultivo del insider trading.

Si precisamos más esta consideración, existen sectores del mercado bursátil especialmente proclives a sufrir tales abusos (v. gr., el mercado de renta variable) dada su fragmentación y la necesidad de valorar de manera individualizada el riesgo. Si desde los mercados nos trasladamos a los intermediarios financieros, la jurisprudencia comparada muestra cómo son los establecimientos de crédito los lugares de mayor tráfico informativo, por la diversificación de su actividad y su condición de receptores de multitud de datos reservados que pueden ser a en lo que se refiere a las circunstancias temporales, conviene indicar que al igual que existen localizaciones propicias, también se dan periodos en los que se incrementa el peligro potencial de aparición de aquellas conductas abusivamente utilizados.

#### 1.1.4. Conclusiones.

Deben existir los siguientes presupuestos para que pueda existir el uso indebido de información privilegiada:

- 1) La existencia de una situación ventajosa e injustificada para determinados sujetos y para sus inversiones;
- 2) La posibilidad de que se produzcan daños a personas y sociedades específicas; y por último,
- 3) El riesgo que para la confianza general en el correcto funcionamiento del mercado de valores representan tales conductas, aspecto especialmente relevante para la regulación del mercado.

El mercado de valores funciona mediante la transformación de informaciones en forma de cotizaciones y, por tanto, la información con relevancia bursátil se convierte en un bien económicamente trascendente, al que deben acceder los inversores en igualdad de oportunidades. Ello reafirma la necesidad de excluir la utilización de informaciones reservadas para la obtención de un beneficio particular, especialmente cuando la ventaja o privilegio tengan su origen en la función o posición del sujeto que las utiliza con relación al mercado de valores o a la sociedad afectada. La represión de estos abusos, tienden a proteger al inversor a través de una información adecuada, estimulando su confianza.

Frente a ello, quienes han defendido la permisividad del insider trading parecen mantener una visión aristocrática u oligopolística del acceso a la información que no estima como necesaria la igualdad de oportunidades de quienes invierten en Bolsa.

Sin embargo, si el inversor deja de confiar en un mercado opaco sabedor de que existe un volumen importante de información a la que no accede y que le deja en situación de inferioridad, se causará un perjuicio al sistema económico, que se verá privado de las funciones que un mercado de valores eficiente debe desarrollar.

Desde el punto de vista normativo, el interés por la represión del abuso de información privilegiada en el Derecho comparado ha experimentado un notable desarrollo en fechas recientes, como consecuencia de hechos de notoria repercusión.

Esta circunstancia, junto con la generalización de las prácticas fraudulentas, ha llevado a calificarlas como un mal endémico o sistemático de las bolsas

anglosajonas y a la imposición de sanciones cuya finalidad última consiste en salvaguardar la confianza de los inversores en los mercados de valores.

En nuestro incipiente mercado de valores, la legislación en esta materia esta en pañales, como podremos observar mas adelante, los instrumentos jurídicos son obsoletos y escasamente definidos, la inversión de valores con base en la información privilegiada cotizados en la Bolsa de nuestro país, se convierte en asunto de todos los días, constituyendo un factor determinante para que los inversionistas se decidan si compran o venden un instrumento.

La creciente preocupación por este abuso encuentra su origen en el ejemplo que proyecta el panorama financiero internacional y en el crecimiento y dinamismo de la Bolsa Mexicana de Valores, con un importante acceso de inversión extranjera. A ello se suma la influencia del Derecho comparado, como tendremos ocasión de comprobar.

Como dice Octavio Igartua en este sentido " *El control del uso de información privilegiada es de central importancia para mantener el mercado de valores justo y equitativo; desafortunadamente, no puede decirse que en el mercado mexicano se haya realizado esfuerzos serios para resolver ese problema*".<sup>16</sup>

Tal es la prueba que no existe ninguna sentencia tendiente a hacer efectiva dicha reglamentación. La CNV ahora CNVB, ha realizado investigaciones a raíz de denuncias de supuestos casos de información privilegiada, sin embargo, en todos estos casos nunca se comprobó la culpabilidad de los acusados o no se siguió el procedimiento por falta de pruebas.<sup>17</sup>

Todo lo expuesto da lugar a una consideración de partida: la necesidad de controlar, prevenir y reprimir el abuso de información privilegiada a través de medidas legales.

#### **BIBLIOGRAFIA.**

Serra Puche, Jaime "Conclusión de la negociación del Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y Estados Unidos"; México, agosto de 1992, publicación de la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial.

Rebeca Miller "Tides of Change", en "LatinFinance", Mayo de 1993, número 46.

<sup>16</sup> Igartúa Araiza Octavio. Op. Cit. p.214.

<sup>17</sup> Tal es el caso de Agustín Legorreta, director de Operadora de Bolsa, S.A. de C.V.

Bartolomé Laborda, R., "La bolsa en el mundo", en el Coloquio de Derecho Bursátil, Bilbao, España. 1980.

Black 's Law Dictionary 8a. edición, St. Paul Minnesota.

Rodríguez Sastre "El delito financiero. Su repercusión en el crédito y en la economía" Reseña de la Conferencia en el Colegio Central de Titulares Mercantiles. Madrid, España. 1984.

Mascareñas Perez Iñigüo y Tapia Hermida Alberto "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas" Serie MacGraw-Hill. Madrid, España 1993.

Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida en el artículo "El abuso de información privilegiada" en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil". Octubre-diciembre de 1987 Madrid España.

Igartúa Araiza Octavio. "Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano". México, Ed. Porrúa 1988.

Labra Madrazo José Luis, "Información privilegiada ( hacia un control de su uso indebido)". Tesis profesional para obtener el título de Licenciado en Derecho por la Escuela Libre de Derecho. México, D.F. 1990.

## CAPITULO II: LA PROHIBICION DEL "INSIDER TRADING" EN EL DERECHO COMPARADO

### 2.1. ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA.

#### 2.1.1. Introducción.

La prohibición del insider trading que se ha definido para aludir negocios sobre valores realizados por un sujeto que dispone de una información que es desconocida para la otra parte de la transacción y también para los demás participantes del mercado<sup>18</sup>, es ahora un principio en este país, de ideología antifraude bajo las leyes federales de los Estados Unidos. No obstante ha sido criticada por diversas teorías economistas<sup>7</sup>.

El mercado de valores de los Estados Unidos es sin duda el más desarrollado en cuanto a transacciones y disposiciones reglamentarias, y el que más influencia tiene en el mercado de valores de nuestro país, por lo anterior a continuación se analizará las disposiciones federales relativas en la materia y los casos más importantes que se han suscitado en los tribunales de ese país.

#### 2.1.2. Marco Legal.

Aunque la figura del insider trading tiene sus raíces en principios del common law y las legislaciones de cada estado relativo a las sociedades o corporaciones<sup>19</sup>, (ya que la legislación de carácter mercantil como la legislación de sociedades mercantiles, son promulgadas por cada estado.) se regula bajo leyes federales.

Como se puede apreciar en diferentes sentencias de tribunales estatales como: i) *Diamond vs. Oreamono*, N.Y. 2d. 494, 248 N.E. 2d. 910, 301 N.Y.S. 2d. 910, 301, N.45 2d. 78 (1969), la cual dice "La Corte de Apelación del Estado de

---

<sup>18</sup> Definición de Donald C. Langevoort de la Universidad de Vanderbilt, Tennessee. Profesor de la Universidad de Vanderbilt B.A. 1973 Universidad de Virginia J.D. 1976, Harvard Law School. Formerly Special Counsel, de la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos. Ha publicado numerosos artículos sobre el tema.

<sup>7</sup> Sobre este estudio ver H. G. Manne "Insider Trading and the Stock Market. An Economist Looks at Section 10 b of the Securities Exchange Act of 1934" Columbia Law Review, 1968.

<sup>19</sup> La legislación en los Estados Unidos de carácter mercantil son estatales.

New York sostuvo que el insider trading era responsable frente a su empresa por las ganancias obtenidas por un ejecutivo de esta por el resultado de negociar con material no público, derivado directamente de principios de *common law*, ii) *Lehman Brothers Schein* 416 U.S. 386 (1976) que dice "A diferencia de estrictamente "trustes", los insiders corporativos están permitidos para comerciar en títulos-valores de su compañía.

La validez de la regla ha sido aceptada como bien jurídico tutelado y como cuestión de derecho positivo por los tribunales y la Securities and Exchange Commission (SEC) que es la autoridad administrativa encargada a nivel federal de la supervisión y control de los mercados de valores y para promulgar reglas de carácter federal en materia de valores, que considera que el insider trading es injusto, ya que una persona que está en una posición especial que le permite tener acceso a información confidencial y utiliza tal para sacar enriquecimiento personal cuando comercia con otros que son incapaces de saber o descubrir dicha información.

Las primeras medidas legales en contra del abuso de la información privilegiada se adoptan dentro del ordenamiento norteamericano surgido como consecuencia de la crisis de los años treinta<sup>20</sup> que parten de la idea de que el insider trading es una conducta censurable por cuanto perjudica a la sociedad a la que se refiere.

En 1933, surgió la primera reglamentación federal en Valores, Estados Unidos pasaba por una depresión, los negocios y finanzas del país estaban al borde del desastre: Una cuarta parte de la población estadounidense estaba desempleada. De 1932 a 1934, existieron varias audiencias entre los hombres de negocios y el Comité Bancario del Senado denunciando múltiples fraudes y abusos en las negociaciones del mercado de valores.<sup>21</sup>

Los legisladores norteamericanos eran conscientes de que la realidad de aquellos años requería una solución urgente y eficaz<sup>22</sup>, por lo el Comité Bancario del Senado en materia del *Stock Exchanges Practices* de 1934, afirmaba en su informe anual "*Entre las conductas más nocivas que han sido expuestas sobre las*

<sup>20</sup> Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida. "El abuso de información privilegiada ("insider trading") y operaciones de iniciados", en la Revista sobre Derecho Bancario y Bursátil. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil. No. 2B Año VII, octubre-diciembre 1987, Universidad Complutense de Madrid. Madrid España.

<sup>21</sup> Ver Artículo de Paul Gonson "The Complex Web. An Introduction to the Federal Securities Laws" en la Revista *Business Law Today. The Magazine of the ABA Section of Business Law* Volume 4, Number 6 July, August 1995. Chicago II.

<sup>22</sup> Las principales medidas entonces adoptadas, pueden consultarse en Jennings/ Marsh. "Selected Statutes, Rules and Forms under the Federal Securities Laws", Minnesota- New York 1986

*audiencias ante el sub-comité se encuentra la flagrante traición que con relación a sus obligaciones fiduciarias cometen los administradores y directivos de sociedades que utilizan sus puestos de confianza y la información confidencial que les es facilitada en virtud de sus cargos, en su propio favor respecto de sus operaciones en el mercado. Estrechamente relacionada con este tipo de abusos se encuentran la utilización sin escrúpulos de información confidencial por parte de accionistas mayoritarios, quienes sin ser administradores o directivos, ejercen un control suficiente sobre el funcionamiento de la sociedad para permitirles tener acceso y utilizar información disponible para otros accionistas.”<sup>23</sup>*

Por lo que el recién electo Presidente de los Estados Unidos Franklin Roosevelt llamó a los legisladores a regular sobre la materia<sup>24</sup>. Por lo que se adoptaron varias reformas a la legislación mercantil, que a la fecha subsisten<sup>25</sup>. La reglamentación de las operaciones con valores en los Estados Unidos es objeto de ley federal, las bases se encuentran en el “Securities Act of 1933” y en el “Securities Exchange Act of 1934” (SEA). Antes de estas leyes, cada estado tenía su propia legislación de Valores

Y se creó la Securities and Exchange Commission (SEC) que es una agencia de carácter administrativo con competencia para la regulación y supervisión de los mercados, una de las muchas *Independent Regulatory Comissions* norteamericanas. Tiene competencias normativas y, en general, todas las administrativas sobre los mercados de valores, desde la autorización discrecional para la apertura de nuevas bolsas hasta potestades sancionadoras. Es un modelo de control externo.

Por debajo de la SEC están los mercados mismos, donde se distinguen los siguientes:

1) La Bolsa de Nueva York, que por sí sola merece ser denominada “primer mercado.”

2) La llamada Bolsa de America ( American Stock Exchange) con sede también en Manhattan y las Bolsas Regionales, de las que Filadelfia, Pacific, Boston Midwest y Chicago son los más conocidos. Se trata de instituciones que tienen su fuerza en la menor dificultad y rigidez de la admisión a cotización de los valores, y que conforman lo que se llama “segundo mercado”.

<sup>23</sup> Ver al respecto Loss, Robert *“Fundamentals of Securities Regulations”*, Boston 1983, p. 604.

<sup>24</sup> También conocida como “New Deal Legislation”

<sup>25</sup> Existen 6 estatutos fundamentales en materia de Valores. 1) The Securities Act of 1933. 2) The Securities Exchange Act of 1934 3) The Public Utility Holding Company Act of 1935 (PUHCA) 4) The Trust Indenture Act of 1939 (TIA) 5) The Investment Company Act of 1940 (ICA) 6) The Investment Advisers Act of 1940. y en 1970 se creó The Securities Investor Protection Act (SIPA), ver al respecto Paul Gonsun *“The Complex Web. An Introduction to the Federal Securities Laws.”* op. cit.

3) Las operaciones sobre valores que no cotizan en Bolsa se integran en el Over the counter Market (OTC). Aquí existe también un grado importante de organización, donde sus miembros han formado la National Association of Securities Dealers, bajo el control, claro es, de la SEC. En 1970 se introdujo un sistema de cotización por ordenador, el NASDAQ, que es como se identifica este tercer mercado.

4) El cuarto mercado tiene carácter residual y las operaciones se realizan con un mayor grado de espontaneidad. Cuando intervienen establecimientos financieros, fondos de inversión o Bancos y no un comisionista con autorización, las operaciones deben notificarse a la SEC.

El marco regulatorio de la legislación de valores en los Estados Unidos, comprende por una parte la promulgación detallada de disposiciones estatutarias y por otra, la creación a través del "Exchange Act".

El Securities Act de 1933 se aplica para ofertas públicas de valores y consiste en requerimiento tendientes a asegurar que se revelen todos los datos necesarios para invertir, prohíbe y sanciona la falsedad de declaraciones, mentiras o cualquier tipo de fraude sobre la información presentada. Bajo el Securities Act, cualquier emisor que ofrezca públicamente instrumentos de deuda o de capital en los Estados Unidos debe, ya sea registrar dichos instrumentos ante la SEC, o realizar una oferta de los mismos exenta de los requisitos de registro. Y esta reglamentación se aplica también para cualquier extranjero que pretenda cotizar sus valores en territorio norteamericano.

El Exchange Act regula al mercado secundario de valores, a las bolsas de valores, a los corredores y a los intermediarios en valores, así como a los requisitos de información para emisores de valores que tienen la obligación de presentar reportes periódicos ante la SEC. Estos reportes periódicos tienen como propósitos que se revele al mercado datos y hechos importantes en una base continua.

Cada año la SEC recibe y procesa más de 11 millones de páginas de información de más de 15,000 empresas y fondos de inversión. Esto se desarrolla gracias al sistema computarizado mundialmente conocido como EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval).<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> EDGAR inició sus operaciones en enero de 1992 y se espera que toda la información existente de la SEC este en mayo de 1996.



Para la autorización de una oferta pública en los Estados Unidos, la SEC busca asegurar que los inversionistas tengan la oportunidad de basar sus decisiones en información adecuada y veraz que se debe de incluir en una Declaración de Registro y Prospecto, la Securities Exchange Act de 1933 dispone que una oferta pública no puede comenzar hasta que la Declaración de Registro correspondiente se haya presentado ante la SEC y que las ventas de valores no pueden efectuarse o confirmarse hasta que la SEC declare que la Declaración de Registro es "efectiva", generalmente después de que se asegura de que se han cumplido los requisitos de "divulgación", la SEC no juzga los méritos o la bondad de una oferta pública de valores<sup>27</sup>.

A diferencia en México, las autoridades, además de proteger los intereses de los ahorradores para que exista una garantía adecuada de información, hace un juicio del emisor y el valor en base a la discrecionalidad técnica que le otorga la Ley del Mercado de Valores sujeto a los requisitos que esta misma impone.

En Estados Unidos, la SEC está facultada a imponer sanciones administrativas y civiles, y faculta al adquirente de valores a rescindir la operación, o bien, a cobrar daños y perjuicios, además que los colocadores son responsables solidarios con el emisor respecto de la información otorgada a la SEC.

A diferencia en México que no están definidos estos conceptos en la legislación de la materia para proteger al inversionista y salvaguardar el principio de que los inversionistas deben estar en igualdad de condiciones.

Adicionalmente, en los estados de la Unión Americana tiene su reglamentación estatal propia en materia de valores, que regulan la venta de valores si se realiza en la jurisdicción del estado, llamadas "blue sky" laws<sup>28</sup> y las Bolsas de Valores como la de Nueva York ( New York Stock Exchange), la Bolsa Americana de Valores ( American Stock Exchange), y a la Asociación Nacional de Intermediarios de Valores ( National Association of Securities Dealers, Inc) imponen sus propias reglas a las compañías que se encuentran listadas las cuales se ocupan de un amplia gama de asuntos relacionados con la emisión y oferta de valores y de los derechos de los tenedores de acciones.

---

<sup>27</sup> De la conferencia presentada por el licenciado Rafael Robles Miaja, con el título "Algunos aspectos de colocaciones simultáneas de valores en el extranjero". Seminario Legislación Bursátil, Organizado por el Institute for International Research, Diciembre 1993.

<sup>28</sup> Ver al respecto un reportaje de Dee R. Harris y Lynn D. Naefach en "Whats New in Securities Regulation below the federal level" American Bar Association Business Law Today Volume 4 Number 6 July-August 1995 Chicago, Il.

Sin embargo, las disposiciones legales para prohibir el insider trading son de ámbito federal y se encuentran contenidas principalmente en las Secciones 10b y 14e del "Exchange Act" y en la Sección 17 del "Securities Act". Ninguna de estas secciones menciona la palabra insider trading, pero por interpretación judicial se aplica a este campo. La reglamentación ha tenido desarrollo bajo la Sección 10(b) de la Securities Exchange Act of 1939 y la regla 10b-5 promulgada bajo la autorización otorgada por esta<sup>29</sup>.

El artículo 17 de la Securities Act of 1933 castiga como fraude las operaciones realizadas al amparo de informaciones falsas. Posteriormente, la Securities Exchange Act. of 1934, introduce en su artículo 16 una regulación más detallada (bajo el título "*Directors, officers, and principal stockholders*") obligando a los directivos, administradores y accionistas que detentan más del 10 por ciento del capital social a que informen a la SEC y a las bolsas en que sus títulos estén admitidos a cotización de su derecho de propiedad sobre cualquier clase de títulos que la sociedad hubiere emitido, así como a que presenten un informe dentro de los diez días siguientes al término de cada mes natural en que se hubiera producido alguna modificación en sus carteras de valores. Junto a esta disposición, el citado artículo recoge en su letra (b) una prohibición referida a ciertas operaciones en que estos sujetos no pueden realizar para beneficio propio haciendo uso de información confidencial o privilegiada que tuvieran.<sup>30</sup>

Esta disposición, concretamente prohíbe la compra, seguida de venta, o de la venta y posterior compra, de títulos emitidos por la sociedad (o sus filiales) que estas personas realizaron en el plazo de 6 meses; contados desde que se hicieron sabedores de dicha información para la operación.

Como sanción se fija la confiscación inmediata de las ganancias obtenidas, que pasaban a ser propiedad de la sociedad. Esta regulación es aplicable únicamente a los sujetos que tienen acceso a la información privilegiada por motivo de su trabajo dentro de la sociedad y otorga a todos los accionistas la legitimación para solicitar el pago de una indemnización dentro de los años siguientes.

Pero la reglamentación ha tenido desarrollo bajo la Sección 10b de la Securities Exchange Act de 1934 y la regla 10b-5 promulgada bajo la autorización otorgada por esta que dice<sup>31</sup>:

<sup>29</sup> Langevoort, Donald C. "Insider Trading Regulation. A Treatise on the Definition, Prevention and Regulation of Insider Trading", New York, N.Y. 1991 pág. 109-117.

<sup>30</sup> Langevoort, Donald C. "Insider Trading and the Fiduciary Principle. A Post Chiarella Restatement" California Law Review. January 1982, Vol. 7 No.1, University of California, Berkeley.pág. 21-34.

<sup>31</sup> Fuente LEXIS

"Sección 10, 15 U.S.C. 78 (1976) se lee en su parte pertinente: "será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, el uso de cualquier medio o instrumento para el comercio interestatal o por correo en cualquier mercado de valores nacional...."

b) El usar o emplear, en relación con la compra o venta de cualquier título-valor inscrito en el Registro Nacional de Transacciones de Valores o cualquier título-valor no inscrito, cualquier tipo de manipulación o confabulación o contravenir a lo dispuesto a las reglas que esta Comisión que prescribe como necesarias o apropiadas para el interés público o para la protección de los inversores".

**Regla 10b-5 C.F.R. 240, 106-5 (1980) dice:** "será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, el uso de cualquier medio o instrumento para el comercio interestatal o por correo en cualquier mercado de valores nacional:

1. Utilizar cualquier medio, confabulación o artificio para defraudar.
2. Hacer cualquier declaración falsa respecto de un hecho u omita el manifestar la existencia de un hecho o fin de que no resulte engañoso cualquier declaración realizada tomando en cuenta las circunstancias dentro de las cuales fuera realizada esta última, o
3. Llevar a cabo cualquier acto, práctica comercial u operaciones de negocios que tengan o pudieran tener el efecto de un fraude o engaño respecto de cualquier persona; en relación con la compra o venta de cualquier título-valor.

La Sección 14 (e) del "Exchange Act" prohíbe el uso de declaraciones engañosas y fraudulentas, así como los actos o las prácticas manipulativas en relación con una oferta pública de acciones ( tender offer)<sup>12</sup>. Posteriormente la SEC

---

<sup>12</sup> El término significa una oferta pública de compra de acciones. Se trata de una invitación dirigida a los accionistas de una sociedad a vender sus acciones a otra sociedad compradora. La oferta es comunicada a los

promulgó la Regla 14e(3), y se aplica cuando un oferente ha comenzado una oferta pública o ha realizado ciertos pasos para realizarla y prohíbe que ciertas personas realicen operaciones con información que sabe o que tiene razón para saber, que ha sido adquirida directa o indirectamente del emisor, de un funcionario, o de cualquier persona actuando en nombre del emisor.

En la década de 80's, el congreso norteamericano se ocupó del tema pero en una perspectiva limitada, aprobando normas dirigidas a sancionar dicha práctica, sin embargo no se delimita su configuración del todo, se trata de las siguientes disposiciones: (i) Insider Trading Sanction Act. of 1984 ("Ley de sanciones por uso de información privilegiada"), (ii) "Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988" (Ley de Sanciones por uso de Información Privilegiada y fraude en materia de valores), y el Securities Law Enforcement and Penny Stock Reform Act. of 1990" (la Ley de Sanciones en Materia de Valores).

Sobre las bases normativas mencionadas anteriormente, y en muchas ocasiones con la finalidad de adecuar las peculiares características del insider trading a los rígidos contornos del fraude en el *common law*, la SEC y los tribunales han elaborado diversas teorías que constituyen el fundamento de la responsabilidad por insider trading en el Derecho Federal de los Estados Unidos de Norteamérica.

Ninguna de las disposiciones legales anteriormente no sancionan directamente el uso de la información privilegiada, sino que se encuadra dentro del fraude, como una violación al deber de información a la otra parte; es decir el uso de la información privilegiada será sancionable sólo en la medida en que la actuación del sujeto pueda ser considerada como un supuesto de dolo pasivo (retinencia) o engaño por omisión, porque conoce una información que debería revelar a la otra parte.

En tales hipótesis, dicho sujeto, para no infringir la regla 10b-5, debe, o bien abstenerse de contratar, o bien revelar la información a la contraparte del negocio; es lo que se conoce como *abstain o disclose rule*. No obstante en la práctica, como la mayoría de las personas que disponen de información reservada no tienen autorización para hacerla pública, las posibilidades de elección son ilusorias y sobre ellas pesa una obligación absoluta de abstención.

---

accionistas por anuncios en el periódico, todo con vistas a hacerse del control de la sociedad. Comúnmente llamado en la práctica takeover. Estas adquisiciones son las llamadas en algunos casos "hostiles" y suelen ser un negocio muy rentable.

### 2.1.3 Teorías Legales de Responsabilidad por "Insider Trading" en el Derecho Federal Norteamericano.

#### a. "Equal Access Theory".

El origen de la equal access theory surgió de la decisión de la SEC en el caso Cady, Roberts & Co. (1961)<sup>33</sup> y se establecieron por primera vez las bases para fijar la responsabilidad de "insider trading" en transacciones impersonales en el mercado de valores, ya que hasta este momento únicamente se habían suscitado problemas en transacciones interpersonales; la SEC planteó las siguientes condiciones para fijar la responsabilidad:

1) Existencia de una relación que permita el acceso, directa o indirectamente, a informaciones disponibles exclusivamente en el interés de la sociedad y no en interés propio y

2) Injusticia intrínseca en el comportamiento de quien disfruta de informaciones reservadas (unfairness), sabiendo que éstos son desconocidos por la otra parte, aunque no se precisa el tipo de relación que puede considerarse idóneo para acceder a la información<sup>34</sup>.

Esta línea es seguida, por algunos órganos jurisdiccionales, en el caso Texas Gulf Sulphur Co. (1968)<sup>35</sup>, el Tribunal de Apelación del Segundo Circuito estableció criterio de que la regla 10b-5 se basa en la consideración de que todos los inversores que negocian en los mercados bursátiles (impersonales) tienen un acceso relativamente igual a la información y que la esencia de la regla es que cualquiera que tiene directa o indirectamente acceso a información de la que sólo puede disponer para fines societarios y no en beneficio personal no puede aprovecharse de dicha información, sabiendo que es desconocida a aquellos con los que contratan.

La resolución del tribunal se lee en su parte pertinente *"De este modo cualquiera que está en posesión de información importante debe revelarla al público inversor o, si decide no hacerlo, debe abstenerse de contratar con los*

<sup>33</sup> En tal sentido ver Donald C. Langevoort "Insider Trading and the Fiduciary Principle. A Post Chiarella Restatement" op. Cit. y Ver artículo de Aurora Martínez Florez de la Universidad Autónoma de Madrid "El status quaestionis sobre el insider trading en el Derecho Federal de los Estados Unidos" Vol.5 No. 16, Madrid, España. 1991.

<sup>34</sup> 40 SEC at 912 & n.15 Fuente Lexis.

<sup>35</sup> Este caso versa sobre un geólogo empleado de la compañía, que estuvo involucrado en el descubrimiento de minerales, fue considerado un insider.

valores o de hacer recomendaciones mientras tal información siga siendo desconocida para el público”.

Esta doctrina es acogida expresamente por la sentencia del mismo Tribunal en el caso *Shapiro vs Merrill Lynch*<sup>36</sup> (1974) en el que se insiste en que el dato decisivo es la posesión de información importante desconocida para el público, a esta corriente jurisprudencial se adhirió un importante sector doctrinal, el fundamento de la prohibición de insider trading se encuentra en la mera posesión de información privilegiada, que constituye al sujeto en la obligación de revelarla con el fin de que todos los inversores tengan las mismas posibilidades de acceso a la información, o bien de abstenerse de comerciar con los valores afectados.

Este caso versa sobre la casa de bolsa Merrill, Lynch, Pierce Fenner & Smith comúnmente conocida solo como Merrill Lynch, que durante abril a julio de 1966, estaba actuando como agente colocador líder de una oferta por parte de la compañía Douglas Aircraft Company, de obligaciones subordinadas convertibles, por la cantidad de US\$ 75,000,000: el 7 de junio, Douglas Aircraft Company, publicó una declaración en el que informaba que había ganado 85 centavos por acción en los primeros meses de 1966; pero durante el período del 17 al 22 de junio, Merrill Lynch fue notificada de información adversa a la compañía, que Douglas Aircraft Company reportaría una baja sustancial en sus ingresos para los primeros seis meses y que una ganancia muy pequeña o nula se esperaba al fin de año. Y esta información la reveló a ciertos clientes institucionales para favorecerlos, los cuales se deshicieron de sus acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York, por lo que los funcionarios de Merrill Lynch y la propia empresa obtuvieron importantes beneficios, incluyendo importantes comisiones.

De la misma manera, los inversionistas institucionales se evitaron pérdidas, pero a partir del 22 de junio el precio de las acciones en el mercado bajo subidamente y el 23 y 24 de junio, los demandantes en este juicio compraron acciones sin saber de los malos resultados que la empresa reportaría. El demandante Shapiro, inició el proceso, en nombre propio y representando a los demás inversionistas, sosteniendo que Merrill Lynch había violado la Sección 10b aún cuando no gozaba de ningún cargo en Douglas Aircraft Company y por tanto, no tenía un deber fiduciario alguno frente a sus accionistas. El Tribunal de Apelaciones del Segundo Circuito falló en favor del demandante y estimó que Merrill Lynch fue informada de las perspectivas negativas, por lo tanto pasó a ser un “Tipees” y por lo tanto, asumió la obligación de abstenerse o revelar al público dicha información. La misma obligación debió ser asumida por los inversionistas institucionales al ser informados de estas perspectivas.

---

<sup>36</sup> 495 f 2d 228 ( 2d Cir. 1974).

### b. La "Fiduciary Duty Theory".

Esta teoría tiene su origen remoto sobre algunas sentencias de la Suprema Corte sobre la base del Common Law para resolver supuesto de insider que surgieron a principios de siglo, con anterioridad a la SEA y a la regla 10b, la mencionada teoría volvió a ser aprobada por la Suprema Corte en los conocidos casos de Chiarella (1981) y Dirks (1983). En virtud de la misma, para que un sujeto quede sometido a la regla **abstain or disclose rule** y responda por insider trading es necesario que se encuentre en una relación fiduciaria o de confianza con la sociedad cuyos valores son objeto de la transacción y con sus accionistas.

La persona que está en esa situación tiene dos alternativas: o bien revelar la información y entonces puede comerciar, o bien abstenerse de la realización de cualquier transacción<sup>37</sup>. Si contraviene esta regla, incurrirá en responsabilidad por insider trading frente a la otra parte de la transacción.

La Suprema Corte realiza una interpretación de la regla 10b, poniendo fin a la jurisprudencia inferior sobre el asunto y entendiendo que *"cuando la alegación de fraude se basa en el silencio, sólo existe tal fraude si hay una obligación de hablar, y dicha obligación no surge de la mera posesión de información privilegiada"*, sino únicamente de la existencia de una relación fiduciaria o de confianza para con la otra parte del negocio con la sentencia en el caso Chiarella- el primer caso donde el máximo órgano jurisdiccional de ese país tuvo la oportunidad de pronunciarse sobre la cuestión después de la promulgación de la regla 10b-5 se quiere acabar con el denominado **market egalitarianism**, que había conducido a considerar responsable por insider trading a todo el que poseía información privilegiada.

A este respecto, la Suprema Corte afirma que la sentencia del Tribunal de Apelación -que condenaba a un sujeto que no tenía ninguna relación fiduciaria para con la sociedad y sus accionistas - debe ser revocada porque *"se apoya exclusivamente en la creencia de que las Leyes federales sobre valores habían logrado un sistema que proporciona un igual acceso a las informaciones necesarias para la toma de decisiones de inversión"*.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Hace cita Langevoort "Insider Trading and the Fiduciary Principle..." op. Cit. pág. 87.

<sup>38</sup> Vid. United States Supreme Court Reports, 445 US 222, núm. 8a. Es sentencia de la Suprema Corte fue adoptada, sin embargo, en contra de tres votos particulares: el del Juez Burger, que anticipaba la denominada *misappropriation theory* a la que se hará referencia con posterioridad, y los de los jueces Blackmun y Marshall, que consideraban acertada la decisión del Tribunal de Apelación siguiendo así la concepción jurisprudencial anterior en base a la idea de que finalidad de la *securities regulation* es garantizar un comercio bursátil limpio

La jurisprudencia estadounidense ha venido manteniendo que el insider está sometido a la *abstain or disclose rule* a lo largo de toda la evolución, justificando tal sumisión en la preexistencia de un deber fiduciario entre el demandado y la contraparte, en unos casos; en la simple posesión de información privilegiada, en otros (no fiduciarios). Por ello, no nos parece adecuado considerar como una **teoría de responsabilidad** a la *abstain or disclose rule*, en la medida en que no constituye por sí misma un elemento diferenciador que justifique la responsabilidad del insider; en concreto, no nos indica el porqué de la sumisión a dicha regla. Y, desde luego, no puede aglutinarse bajo un denominador común toda la doctrina elaborada desde principios de la década de los setenta hasta 1983.

La Suprema Corte no resuelve, sin embargo, con carácter general quién se encuentra en una relación fiduciaria o de confianza con la sociedad y con accionistas. Aunque, naturalmente, entre ello están, como considera la doctrina de forma unánime y como establece la sección 16 de la SEA dirigida a la prevención del *insider trading*, los **corporate insiders** (*directors, officers* y accionistas que poseen más del 10% de las acciones de la sociedad). Lo que sí señala la Suprema Corte en la sentencia de 1980 es que la relación fiduciaria existe no sólo respecto de los sujetos que ya son accionistas (cuando éstos venden los títulos al *insider*), sino también respecto de los que adquieren dicha calidad con la transacción que realiza el *insider* (los sujetos que compran los títulos al *insider*, adquiriendo en este mismo instante la condición de accionistas).

Los denominados *temporary insiders*, son quienes entran en una especial relación de confianza con la sociedad para gestionar asuntos de ésta y a los que se les da acceso a información privilegiada relativa a la misma, exclusivamente para fines societarios - expertos de balances, abogados, etc.- siendo necesario que surja el deber fiduciario frente a la sociedad que ésta confíe en que ese sujeto no se aprovechará de la información y que su vinculación con la sociedad implique tal deber.

La jurisprudencia enumera también entre las personas que se encuentran vinculadas por una relación fiduciaria o de confianza, las que compren o vendan valores a las personas en cuyo favor actúan o participen de cualquier otra forma en dichas transacciones ( un asesor de inversiones respecto de su cliente), y por último, los *empleados públicos*, porque éstos gozan, al igual que los *corporate insiders* respecto, de los accionistas, de una posición privilegiada en relación con las personas a las que están encargados de servir.

---

por ello, la regla 10-b5 prohíbe a aquellos que poseen información privilegiada utilizarla frente a otros inversores que no lo conocen.



La Suprema Corte también define a los *insiders* primarios que se conocen con el nombre de *tippees*. Bajo tal denominación se engloba a aquellos sujetos que negocian con valores sobre la base de información privilegiada que adquieren de un *insider* y como consecuencia de tal adquisición quedan sometidos a las mismas obligaciones que el primero.

La Suprema Corte en los citados casos Chiarella y, sobre todo, en Dirks, se ve obligado, en coherencia con su fundamentación de la responsabilidad por *insider trading* en la preexistencia de un deber fiduciario. La Suprema Corte considera que la responsabilidad del *tippee*, que se somete a la regla *abstain or disclose rule*, tiene su base en la violación del deber fiduciario cometido por el *insider* y en la consideración del *tippee* como *participant after the fact* en tal violación y para que incurra en responsabilidad es necesario: a) que la precedente conducta del *insider* sea ilícita y suponga una violación del deber fiduciario que tiene para con la sociedad y sus accionistas, y b) que el *tippee* conozca o deba conocer el carácter reservado de la información y la violación del deber fiduciario por el *insider*.

El *tippee* sólo es responsable cuando entre él y el *tipper* existe una especie de *co-venture* para explotar la información privilegiada en beneficio propio, para suponer que hay una violación del deber fiduciario existente entre el *insider* y la sociedad o sus accionistas.

La Suprema Corte considera que dicha violación consiste en la *realización de un provecho personal*, mediato o inmediato, consiguiente a la realización de operaciones bursátiles o a la transmisión de la información. Si concurren tales requisitos y el *tippee* realiza transacciones valiéndose de la información privilegiada, se le considera como participante *after the fact* en la violación cometida por el *insider*.

#### **2.1.4. Definición de Información Confidencial en el Derecho Federal Norteamericano.**

Para que un sujeto quede sometido a responsabilidad por *insider trading*, de conformidad con alguna de las teorías a las que nos hemos referido, es necesario que la información en la que basa sus decisiones de adquisición o de transmisión de valores: 1) sea suficientemente importante 2) se refiera a la sociedad emisora o al mercado, y 3) todavía no sea accesible a los participantes en el mercado ( *non public*).

### a. Información Importante.

Se trata de una información cuya divulgación, probablemente tendría como resultado, a juicio de un inversor razonable, un cambio sustancial en la apreciación de valores.<sup>39</sup> La determinación de si un caso concreto la información es importante queda confiada a la apreciación judicial. Existen algunos supuestos que no plantean ninguna duda de la importancia de la información, como sucede con el anuncio de noticias que afectan la estructura de una sociedad, por ejemplo una fusión inminente, que con toda facilidad afectarán el valor de las acciones. Sin embargo las dificultades surgen cuando de las noticias existe únicamente la posibilidad. En estos casos los tribunales norteamericanos utilizan lo que ellos llaman el test de la *probability magnitude*, en virtud del cual una información puede causar un impacto que cualquier inversor razonable revisaría el valor de sus acciones para el futuro, a pesar de que la probabilidad no ocurra.

Y para verificar la importancia de una información, los tribunales utilizan una verificación *ex post*, atendiendo el impacto actual de la información en el mercado, es decir si después de la publicación de la información, los precios en el mercado tienen movimientos significativos, el test es superado y la segunda prueba esta constituida por verdaderos hechos que están en la base de las transacciones realizadas por el *insider* o *tippee*, si el juez considera que la información fue el motivo determinante para la decisión del demandado para comprar o vender y que éste es un inversor razonable, el test de la importancia se encuentra resuelto.

Sin embargo esta prueba debe ser tratada con cuidado porque los analistas bursátiles, cuya función consiste en evaluar determinadas sociedades, utilizando para ello diversas fuentes de información y estos sujetos inducen a sus clientes a vender o comprar después de haber recibido la información no es prueba de que este basada en ella.<sup>40</sup>

### b. Información no pública.

Se considera que no es pública si no es accesible al público inversor.

<sup>39</sup> El Tribunal del Segundo Circuito en el caso aludido *Texas Gulf Sulphur Co.* Expuso que para considerar que hay información importante debe existir una sustancial probabilidad de que la divulgación del hecho omitido hubiera sido considerado por un inversor razonable como que habría alterado de forma significativa la mezcla total de la información disponible. Ver Langevoort, *Insider Trading Regulation*. Op. Cit. Págs. 145-146.

<sup>40</sup> Ver Langevoort, *Insider Trading Regulation*. Op. Cit. pag. 149

### **c. Valores Afectados por la prohibición.**

Entre los valores sobre los cuales recae la prohibición, son las acciones. Pero a lado de las acciones están las opciones y demás instrumentos derivados. En los que a estos respecta, como el vendedor de la opción no es accionista de la sociedad y no existe un deber fiduciario hacia la sociedad, la SEC para evitar esa laguna en la Sección 20d de la SEA que es ilegal negociar con opciones o cualquier instrumento derivado con información privilegiada. No se alude, a los bonos y las obligaciones. Evidentemente, en valores de renta fija casi no existe la posibilidad de insider trading, sin embargo puede existir. La doctrina considera que bajo la fiduciary duty theory estos valores no entran dentro del ámbito de la prohibición, por que no existe relación fiduciaria entre titulares de dichos valores.

### **2.1.5. Categorías de Insiders.**

La terminología empleada por el Derecho norteamericano para identificar quien utiliza información privilegiada en su propio beneficio proporciona una base inicial para analizar la tipología del sujeto. En el ámbito jurídico anglosajón el insider trading, en cuanto a practica abusiva, comprende tanto a los insiders quienes están vinculados a una sociedad emisora y desde su interior acceden a la información privilegiada) como a los outsiders ( quienes desde situaciones externas a las sociedades perciben la información reservada como consecuencia de su actividad profesional o por razones diversas y la utilizan).

#### **a. "Corporate Insiders".**

El término "corporate insider" abarca a todas aquellas personas que se encuentran vinculadas con la sociedad emisora y/o con sus accionistas por virtud de una relación fiduciaria o de confidencialidad. También incluye a los funcionarios, consejeros y empleados de la propia sociedad emisora de valores. También puede ser considerados "insiders" los accionistas controladores de una sociedad quienes normalmente tienen cierta habilidad para controlar las decisiones corporativas de la sociedad, frecuentemente, mediante la designación de un consejero. Los prestadores de servicios tales como bancos de inversión, despacho de abogados y de contadores, así como sus empleados que sean contratados para un propósito en particular son clasificados como insiders temporales.

### b. "Tippers" y "Tippees".

La transmisión de una información no pública pueden ser realizadas directamente por un "corporate insider". De manera alternativa el "insider" puede transmitir la información con el propósito de permitir que esa persona realice operaciones con base en dicha información. Este acto se conoce como "tipping", y puede ser repetido por un gran número de personas, pudiendo hacer una especulación en el mercado de grandes proporciones, que puede ser letal para una o varias empresas. La responsabilidad de estos "tippees" se basa en la conducta del insider inicial.

### c. Responsabilidad de las Personas Morales.

Los "corporate insiders" en su carácter individual pueden realizar operaciones utilizando cuentas de la propia sociedad para su beneficio personal. Cuando las operaciones de manera ilegal fueron realizadas a través de las cuentas de una sociedad, la sociedad es responsable de la conducta de ese "corporate insider"<sup>41</sup>.

El problema surge cuando se plantea la posibilidad cuando un funcionario de una sociedad negocia sin poseer información privilegiada, sin embargo otro funcionario de esa misma sociedad pero en diferente departamento tenía dicha información, esto sucede con frecuencia en sociedades plurifuncionales (digamos un grupo financiero), en los que hay departamento de valores y de inversiones, ya sea por cuenta propia o de terceros. En tal supuesto, si se atribuye el conocimiento de la información del empleado de la sociedad, y los presupuestos para ser considerado insider trading están satisfechas. Por esta razón, el problema se ha tratado de resolver a través de las denominadas *chinese walls*, que consisten en medidas internas de las compañías para aislar el flujo de la información entre departamentos de la misma empresa, con el fin de asegurar que las personas que manejan inversiones no posean información privilegiada, que es lo que la ley trata de prevenir. Esta ha sido solución adoptada por la SEC en relación a aquellas empresas que tengan conocimiento de información relativa a la preparación de un movimiento importante de una empresa (regla 14e 3) y si demuestran que las personas que toman decisiones en inversiones no poseen información privilegiada y que la sociedad toma medidas para evitar flujo de información, no incurrirán en responsabilidad.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Ver al respecto Langevoort, "Insider Trading Regulation", op. Cit. Págs 396.

<sup>42</sup> La literatura sobre las *chinese wall* es abundante, pueden verse, informes internos de empresas a la SEC, y varios libros al respecto, como Levine- Gardiner- Swanson "Multiservice Securities Firms: Coping with Conflicts in Tender Offer Context" Wake Forest Law Review 1988 y Herzell-Colling "The chinese wall revisited" California Law Review, Vol. 6 No.7 1983.

En las hipótesis de tipping del empleado por cuenta de la persona moral, la responsabilidad recae sobre ésta a menos que el empleado por cuenta de el intente obtener un beneficio personal, supuesto en el que respondería personalmente de acuerdo con las reglas generales.

También hay que aludir al tipping y el insider del empleado con valores de la sociedad para la que trabaja, pero en beneficio del empleado, la sociedad queda sometida a una sanción pecuniaria y a las demás responsabilidades a las que me he referido con anterioridad.

#### **d. Presunción de Conocimiento.**

Las leyes de valores presumen que ciertos funcionarios, consejeros o empleados de una sociedad, tienen ciertos conocimientos que se presumen culpables si realizan operaciones.

### **2.1.6. Acciones y Sanciones en el Derecho Federal Norteamericano.**

#### **a. Acciones entabladas por los poderes públicos.**

Una vez determinados los presupuestos de responsabilidad, es importante analizar las sanciones al insider trading en el Derecho Norteamericano.

La Sección 21A (a) de la SEA autoriza a la SEC a entablar frente a los insiders, los tippers y los tippees y ante el tribunal de distrito competente una acción dirigida a la imposición de una sanción pecuniaria (*civil penalty*) de hasta tres veces los beneficios obtenidos a las pérdidas evitadas con la conducta constitutiva de la violación, para cuya determinación se atenderá a las circunstancias del caso concreto.

A estos efectos se entiende como "beneficio obtenido" o "pérdida evitada" la diferencia entre el precio de compra o de venta del valor y el precio total del mismo en un momento razonable posterior a la difusión pública de la información.

La *Insider Trading Sanction Act of 1984*, su finalidad fue la de proteger la integridad de los mercados impersonales, dejando afuera las transacciones face to face.

\_\_\_\_\_ La *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (ITSFEA)* fue promulgada en consideración de que los mayores fraudes o abusos de los últimos años fueron en las casas de bolsa, por lo que se recurrió a implantar una sanción a las personas que eran jefes del sujeto que utilizaba información privilegiada, es decir aquellas personas que controlaban directamente o indirectamente de la persona o personas que utilizaban información privilegiada se les impondría una multa. Se trata de la cuestión de responsabilidad de las denominada *controlling persons*.

\_\_\_\_\_ Por *controlling persons*<sup>41</sup> se entiende no sólo el empleador, sino también cualquier persona con poder para influir o controlar la dirección, administración, política o actividades de otra persona (empresarios individuales, sociedades y otros accionistas que detentan el control, etc.), con esto cualquier funcionario de supervisión en una sociedad está incluido en esta definición, así pues, la persona controlante quedará sometida, independientemente de la sanción que corresponda a la controlada, a la sanción pecuniaria que sea mayor a las siguientes:

- a) Hasta un millón de dólares o el triple de los beneficios obtenidos por la persona controlada que cometió la violación,
- b) Si la información perpetrada por ésta consiste en la comunicación de la información a terceros, se considerará como "beneficio obtenido" o "pérdida evitada" los de la persona o personas a los que comunicó la información la persona controlada.

Pero, para poderse establecer la intención a las personas controlantes, es necesario establecer que:

- a) Conocía o que de forma culpable hicieron caso omiso del hecho de que las personas controladas iban a emprender con probabilidad el acto o actos constitutivos de la violación y dejaron de formar las medidas adecuadas para evitar o prevenir que tales actos ocurrieran, o que,
- b) De forma intencionada o con culpa grave dejaron de establecer o ejecutar alguna de las medidas o procedimientos a los que se refiere la sección 15 (f) de la SEA o de la sección 204A de la *Investment Advisers Act* de 1940,

---

<sup>41</sup> El legislador no señala expresamente quienes son *controlling persons*, sin embargo en el ámbito de las leyes federales reguladoras de los mercados de valores, particularmente bajo la SEA de 1934 y la *Securities Act* de 1933.

siempre que esa conducta pasiva haya contribuido sustancialmente o permitido la realización del acto o actos constitutivos de la violación.<sup>44</sup>

Otras de las facultades de carácter civil de la SEC consiste en la solicitud al demandado de la devolución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas, con el fin de impedir un enriquecimiento ilícito. Estos beneficios devueltos por el sujeto que ha actuado en forma ilícita se ingresa en una cuenta, supervisada por un trustee o por un depositario, en favor de los sujetos que hayan sido perjudicados por el *insider* o del *tippee*.

La SEC no es competente para conocer procedimientos penales, las acciones penales por infracción a las leyes reguladoras de los mercados de valores son entabladas por el Departamento de Justicia, generalmente por el United States Attorney's Office.<sup>45</sup>

Bajo la Sección 32a de la SEA que establece que cualquier persona que viola intencionalmente una disposición de la ley o disposición dictada bajo la misma y puede incurrir en una multa de hasta un millón de dólares (dos y medio para las personas morales) y/o una pena de hasta diez años. La pena de prisión, no puede imponerse si el acusado prueba que no conocía la norma.

Las actuaciones de insider trading también son juzgadas desde el Derecho penal federal como fraude por medio del *mail fraud statute and wire fraud statute*. El *mail fraud statute* fue promulgado en 1948 con el objeto de combatir prácticas fraudulentas de diverso tipo en las que se usan los servicios postales, el *wire fraud statute*, fue aprobado cuatro años más tarde con el mismo fin para el supuesto de que las actuaciones fraudulentas se hubieran cometido a través de la utilización de medios electrónicos.<sup>46</sup>

Cabe destacar que los tribunales han recurrido a las normas penales sobre el fraude *mail and wire* una vez determinado que el sujeto ha incurrido en responsabilidad por violación de las leyes de valores, sin embargo en múltiples casos, el más conocido como el Caso Carpenter, el Tribunal Supremo condenó a los demandados por violación a las normas penales sobre el fraude *mail and wire*, pero eludió pronunciarse sobre la cuestión de si ellos eran responsables por infracción de las normas reguladoras del insider trading ya que es muy difícil probarlo.

---

<sup>44</sup> La sección 15f de la SEA se refiere a los brokers y a los dealers, que les obliga a adoptar las medidas y los procedimientos necesarios para evitar abusos de información privilegiada en su seno y la Sección 204 A de la Investment Adviser Act contiene la misma prescripción respecto de los asesores de inversiones registrados.

<sup>45</sup> Sobre el tema Langevoort, "Insider Trading Regulation", Op. cit. Págs. 244-245.

<sup>46</sup> Sobre el tema Langevoort, "Fraud and Deception by Securities Professionals" Texas Law Review 1983 págs. 1262 y sigs.

Ante supuestos de insider trading cabe la posibilidad de ejercitar acciones penales bajo la *Ley Rocketeer Influenced and Corrupt Organizations Act* conocida como RICO promulgada en 1970 para combatir el crimen organizado en Estados Unidos, debido a la amplitud de su ámbito se utiliza para atacar los insiders tradings.<sup>47</sup>

Las sanciones penales por violaciones a las disposiciones de RICO que incluyen multas hasta por US\$25,000 una sentencia hasta de veinte años de prisión, y el decomiso de cualquier interés que la persona haya adquirido o que mantenga en contradicción a las disposiciones de RICO y los recursos o propiedades derivados de actividades violatorias de las disposiciones de RICO.

En cualquier caso, la *double jeopardy clause* (cláusula de doble exposición o riesgo) impide la imposición en un mismo supuesto de la sanción pecunaria (*civil penalty*) y de una multa penal y obligará a los distintos órganos jurisdiccionales a una actuación coordinada.

#### **b. Acciones entabladas por los inversores.**

En Estados Unidos, el Derecho Federal permite también a la personas perjudicadas por un insider trading la iniciación de un pleito con el fin de obtener la indemnización de los daños sufridos por dicha práctica. Durante mucho tiempo la SEC y los tribunales habían venido reconociendo, en ausencia de una disposición legal expresa al efecto, y a pesar de las graves dificultades conceptuales que ello planteaba, el derecho de tales personas para demandar la indemnización de daños sufridos.

Las dificultades conceptuales para el reconocimiento de una acción a los particulares es que como en el mercado de valores son mercados impersonales, en los que las partes no tienen ningún tipo de relación, que es lo que sucede en los casos de insider trading y no se puede adecuar al fraude, y si un particular quería dirigir una acción bajo la regla 10b-5 se exigía los presupuestos del *common law* como (*causation, reliance, privity, etc.*), pero en la mayoría de los casos, el presupuesto de *privity* (relación entre las partes) era imposible de encontrarlos en supuestos de insider trading, lo que llevó a la jurisprudencia a presumir su existencia o simplemente prescindir de los mismos (en aplicación de la denominada *fraud on the market theory*, en relación con el tema de informaciones falsas hechas

---

<sup>47</sup> Sobre la cuestión Langevoort "Insider Trading Regulation". Op. Cit.



públicas por las sociedades que también entran dentro del ámbito de la regla 10b-5).<sup>48</sup>

La *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act de 1988 (ITSEA)* introdujo la premisa de que el compra o venta valores mientras este en posición de información privilegiada.

- i) Que haya existido violaciones a las disposiciones de RICO.
- ii) Que la persona ha resultado perjudicada por dicha violación.

Esta ley permite que los demandantes sea una persona que haya comprado o vendido valores, sino únicamente que se les haya robado información confidencial de su propiedad. La cuantía máxima por daños bajo RICO es tres veces mayor bajo las leyes de valores.

#### **c. Acciones Entabladas por el Emisor.**

Bajo la sección 16(b) de la SEA, dirigida a la prevención del insider trading y cuya aplicación se deja totalmente en manos privadas (de la sociedad o algún accionista por cuenta de la misma), por lo que representa un instrumento secundario para combatir el insider trading, que pueda ser obtenida por los *beneficial owners* que posean más de 10% de los valores de la sociedad, por los *directors* o por los *officers* de una sociedad registrada en la SEC bajo lo dispuesto en la Sección 12 de la SEA (las denominadas sociedades públicas) por su relación con ella, a la letra dice "cualquier ganancia por aquéllos, fruto de la compra y posterior venta de los valores del emisor dentro de un posterior inferior a 6 meses (*short swing-profits*) será recobable por la sociedad emisora".

Como se observa, únicamente esta dirigido a los denominados insiders del alto nivel, cuando muchas ocasiones los corredores manejan mucha información privilegiada, otra es que dirigida a transacciones en periodos breves de tiempo.

#### **d. Acciones Administrativas contra Abogados ante la SEC.**

La SEC tiene competencia para iniciar diferentes tipos de procedimientos contra abogados que hayan tenido una conducta que haya violado disposiciones

<sup>48</sup> Aurora Martínez Flores "El status quaestionis sobre el Insider Trading en el Derecho Federal de los Estados Unidos" Op. Cit.

legales en materia de valores por asistir a sus clientes para consumir delitos, o por tener una conducta no profesional o no ética ante sus clientes en esta materia.

Recientemente la Suprema Corte de Justicia de los Estados Unidos resolvió en el caso *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*<sup>49</sup> que eran responsables directos las personas que asistieran o fueran cómplices por violaciones a la regla 10b-5<sup>50</sup>, que aunado con la facultad de proceder administrativamente contra cualquier persona que cause una violación a las disposiciones legales sobre valores ( que incluye abogados ), conforme a lo dispuesto en la Securities Law Enforcement Remedies Act of 1990, amplía la jurisdicción de la SEC para proceder contra la actuación de abogados .

### 2.1.7. Conclusiones.

El derecho federal estadounidense se puede apreciar que combate este fenómeno, sin embargo se puede apreciar, como lo establece la doctrina más autorizada de aquel país de Donald C. Langevoort<sup>51</sup> que el fenómeno del insider trading como una clase de fraude de valores, cuando en realidad no es más que un uso incorrecto de información privilegiada. En efecto, en un mercado impersonal, como es el mercado bursátil, no existe como regla ningún tipo de contacto entre el sujeto que dispone de información privilegiada y el que contrata con el, por lo que es imposible que éste ha contratado como consecuencia de una activación fraudulenta de aquél.

El legislador estadounidense ha tratado de reprimir y de establecer que es ilícito, sin embargo no han querido dar una definición legal de insider trading por considerar que los jueces han establecido principios claros y que una definición legal podría ser reductiva y facilitar a las personas la evasión, pero queda claro que es motivo de preocupación para el gobierno estadounidense. Tal son los sonados casos que han aparecido en las primeras planas de Wall Street, para remarcar que la SEC castigara a los infractores.

A su vez los tribunales han tomado muy en serio su trabajo para combatirlos por ejemplo en 1989, un abogado de Chicago, Alfred Elliot fue sentenciado a 5 años de prisión y multado por US\$332,000 y el decomiso de US\$350,000 en

<sup>49</sup> 114 S. Ct. 1439 (1994).

<sup>50</sup> Ver al respecto el artículo elaborado por el despacho de abogados de Dechert Price & Rhoads en Washington "New Weapon in the SEC's Arsenal" publicado en la Revista Business Law Today Volume 4 Number 6 July August 1995 Chicago Il. Pág. 34 y el artículo elaborado por Simon M. Lorne "Administrative Actions Against Lawyers Before the SEC" publicado en la Revista "The Business Lawyer" August 1995 University of Maryland School of Law.

<sup>51</sup> Langevoort "Insider Trading Regulation" Op. cit.

ganancias, posteriormente se le condenó los años de prisión y solo debió de trabajar 1,000 de servicio a la comunidad. Como se puede apreciar, la SEC ha tratado de dar publicidad a los castigos que han impuesto, para evitar dicha práctica, es un hecho que de este ordenamiento no se han salvado directores de empresas, reporteros, corredores, abogados, etc.

## 2.2. COORDINACION ENTRE LOS MERCADOS DE MEXICO Y ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores ( CNBV) ha tomado medidas para conformar prácticas y usos bursátiles de nuestro mercado a las de los mercados internacionales. A dicho efecto, la CNBV se ha coordinado con la SEC para adoptar modificaciones a ciertas prácticas y para supervisar etapas de la ofertas públicas que se efectúan simultáneamente en los mercados mexicano y norteamericana de valores. La CNBV y la SEC suscribieron un Memorándum de Entendimiento el 18 de octubre de 1990, para otorgarse asistencia mutua en materias de regulación y supervisión de mercados, incluyendo el intercambio de información en sus expedientes.<sup>52</sup> La coordinación ha sido tal que hasta el horario de la sesión de remates en el piso de la bolsa ha sido ajustado para ganar transparencia y consistencia con la negociación en el extranjero.

El 6 de agosto de 1991, la División de Regulación de Mercados de la SEC informó a la entonces Comisión Nacional de Valores que once valores emitidos por empresas mexicanas calificaban como "mercado listo" ( *Ready Market*), lo cual permite ahora que los intermediarios en los Estados Unidos consideren dichos valores como negociados activamente en una bolsa norteamericana, para el objeto de computar su "capital neto".

Pero la coordinación tiene que ser profundizada a fin de lograr una compatibilidad total en el sistema jurídico. Por ejemplo, desde el primero de julio de 1991, conforme al "Sistema Multijurisdiccional de Divulgación", los emisores canadienses pueden usar documentos preparados conforme a los requisitos legales canadienses para satisfacer los requisitos de divulgación y de reporte de información para ofertas de valores en los Estados Unidos.<sup>53</sup>

---

<sup>52</sup> "También ha sido preocupación preferente, durante este periodo, el perfeccionamiento de los mecanismos de formación de precios y aplicación de criterios regulatorios compatibles con los estándares internacionales" Ver al respecto Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., Informe Anual 1992, pág. 19.

<sup>53</sup> Citado por el licenciado Rafael Robles Miaja en su ponencia titulada "Algunos aspectos sobre colocaciones simultaneas de Valores en México y en el Extranjero" el 7 de diciembre de 1993. Op. Cit.

### 2.3. LA LEGISLACION SOBRE INFORMACION PRIVILEGIADA EN EL DERECHO ESPAÑOL

Actualmente, en España confluye según palabras del jurista español - Alberto Tapia Hermida<sup>54</sup> - la urgente necesidad de proporcionar un régimen jurídico adecuado a unas prácticas nocivas para el correcto funcionamiento del mercado de valores con la voluntad política de reformar el mercado español.

#### 2.3.1. En el Derecho de las sociedades.

El derecho español exige a los administradores de las sociedades cuyos títulos coticen en Bolsa un comportamiento diligente y leal respecto a los intereses de la sociedad y de sus socios en la Ley de Sociedades Anónimas (Artículo 79)

Al mismo tiempo, los administradores se hallan igualmente obligados a facilitar a los socios información sobre todos los aspectos que puedan incidir en el ejercicio de sus derechos o que puedan ser considerados de su interés ( Art. 65 LSA).

Por tanto, la obtención por un administrador o director general de beneficios a través de la utilización de información privilegiada o reservada a la que no tienen acceso los socios representa una violación de sus deberes frente a la sociedad.

La LSA otorga un derecho de información a los accionistas susceptibles de ser drásticamente limitado a juicio del Presidente de la Junta General ( Art. 65 LSA). A lo que se une un escaso grado de cumplimiento de dicha normativa y un débil control por las autoridades financieras.

La legislación española en cuanto a esta figura jurídica se aproxima mucho al modelo anglosajón, que el tradicional modelo francés que sigue el legislador español.

---

<sup>54</sup> Alberto Tapia Hermida es profesor titular de Derecho Mercantil en la Universidad Complutense de Madrid. Doctor en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid. Ha sido asesor jurídico externo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Miembro de la delegación española del grupo de trabajo del Consejo de la Comunidad Europea sobre directivas de Insider Trading, OPAs y servicios de inversión. Es abogado del Instituto Jurídico Sánchez Calero. Este autor tiene innumerables obras sobre iniciados o insiders tradings en España.

### 2.3.2. En la Ley del Mercado de Valores.

En la Ley del Mercado de Valores de España (en lo sucesivo LMV) , existen varias disposiciones para abolir cualquier tipo de actividad que conlleve un abuso informativo. Esto se persigue por medio de disposiciones que podríamos calificar como generales, así como a través de preceptos que se refieren de forma concreta al insider trading o al abuso de información privilegiada, concepto este último como lo denomina el Derecho bursátil español.<sup>55</sup>

Así establece en el artículo 40 establece que el Gobierno regulará entre otras materias la información pública que haya de darse sobre cualquier aspecto de la negociación de valores en los mercados secundarios.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (en lo sucesivo CNMV) es el órgano administrativo que regula y supervisa la gestión del mercado español, y tiene competencia para el control de los abusos de información. Así, con carácter genérico se dice que la CNMV velará por la transparencia del mercado de valores y la correcta formación de los precios en los mismos, promoviendo y difundiendo toda la información necesaria para asegurar estos fines, promoviendo y difundiendo toda la información necesaria para asegurar estos fines (artículo 10), y se le concede competencia para el control administrativo de la publicidad relacionada con cualquier negocio dentro del mercado de valores.

Este control de la publicidad, que incluso puede llevar a establecer el régimen de previa autorización de la misma, persigue garantizar que se incluyan en las innovaciones publicitarias todos los elementos necesarios para apreciar las verdaderas condiciones de cualquier actividad u operación desarrollada dentro del mercado de valores.

Por lo que respecta a los sujetos que participan en los mercados, interesa destacar que la LMV impone ciertas obligaciones de información a los mismos de finalidad preventiva, con vistas a la posibilidad de utilización de información o realización de operaciones por parte de esos sujetos. Por ejemplo, el artículo 60 establece la obligación de hacer pública la relación de todos los socios de una sociedad o agencia de valores cuya participación en el capital exceda del 5 por ciento.

---

<sup>55</sup> Alberto Tapia Hermida "Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en el Ordenamiento Jurídico Español" dentro del "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas" Serie McGraw Hill de Management. Madrid España 1993.

Pero existe la llamada "Norma de Conducta" que esta dentro de la LMV en su título VII, que están en función de protección del interés del público y de la economía en general, y nos sugiere que tales normas de conducta plasmadas en una ley pretenden aunar la flexibilidad de la autorregulación con la seguridad y el carácter coactivo de la regulación en materias que, como el abuso de información privilegiada, requieren instrumentos de control multioperativos.<sup>56</sup>

Tales disposiciones arrancan de la prioridad que debe tener en la actividad desarrollada dentro de los mercados de valores el interés del cliente o inversor sobre otros intereses con los que pudiera confluir.

Al respecto, todas las personas o entidades que operen en el mercado de valores recibiendo o ejecutando órdenes, así como llevando a cabo una actividad de asesoramiento sobre inversiones en valores, deberán obtenerse, entre otras conductas, de provocar en su beneficio una evolución artificial de las cotizaciones, multiplicar las transacciones en forma innecesaria y sin beneficio para sus clientes, o atribuirse así mismos valores que sus clientes les hubieran solicitado (art. 79).

El artículo 80 de la LMV da una definición de información privilegiada: *"Toda información de carácter concreto, referente a uno o varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que de haberse hecho pública, hubiera podido influir de modo relevante en su cotización"*.

Se establece en esta disposición que los titulares de información privilegiada no podrán realizar, directa o indirectamente, operación alguna en los mercados de valores sobre los títulos a los que se refiera la información en tanto está no se haya hecho pública. Esa conducta legalmente impuesta se aplica igualmente a la hora de comunicar esa información a terceros o, simplemente, por lo que se refiere a la recomendación para la adquisición o cesión de títulos afectados por información privilegiada<sup>57</sup>.

No cabe duda que en el Derecho Español, tiene en su legislación un mecanismo teóricamente eficaz contra la utilización abusiva de información privilegiada dentro de los mercados bursátiles.

Como puede comprobarse, se trata de una disposición que supera la delimitación de categorías concretas de insiders (administradores, accionistas, mediadores) y que atiende a lo fundamental, es decir, a que se utilice información

---

<sup>56</sup> Mascareñas Perez Iñigo "Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas" Op. cit. pág. 227.

<sup>57</sup> Juan Sánchez Guiltarte y Alberto Tapia Hermida "El abuso de información privilegiada" Op. Cit. Pág. 132.

obtenida en virtud de una posición de privilegio en beneficio propio, pero en perjuicio de los mercados en su conjunto y de los inversores en general.

Señalaremos, además, que posteriormente se obliga a cualquier emisor de valores a informar al público de todo hecho o decisión que pueda influir en la cotización de sus valores. El artículo 82 parece estar inspirado en la idea que ha sido descrita como "*Chinese walls*" del derecho anglosajón, al establecer que las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o asesoren con respecto a los mismos deberán asegurarse de que la información derivada de sus actividades no esté a disposición del personal que trabaje en sectores distintos.

Como dice el Artículo 82, se trata de conseguir que cada función de las distintas personas que puedan trabajar dentro de una misma entidad se ejerza de forma autónoma y sin posibilidad que existan conflictos de interés.

La Ley del Mercado de Valores utiliza en otro apartado las sanciones que suponen una violación a las obligaciones referidas con el insider trading.

### **2.3.3. Las Operaciones de Iniciados en las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.**

Este apartado pretende informar al lector de cuáles son las coordenadas jurídicas de este tema en la Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (en adelante OPAs)<sup>58</sup>.

Una OPA es un contrato entre la dirección de la empresa compradora y los accionistas de la empresa a adquirir. En España existe también la adquisición por fusión, que se refiere al caso en que los activos y pasivos de una compañía vendedora se transfieren a la compañía compradora y son absorbidos por ésta. La compañía vendedora desaparece como entidad independiente. El comprador asume todos los activos y pasivos del vendedor, es decir se producirá una consolidación de dos empresas para crear otra nueva, una fusión es en esencia, un contrato entre la dirección de la empresa adquiriente y la de la adquirida. Los accionistas no tienen oportunidad de votar antes de que la alta dirección haya tomado el acuerdo, eso sí, una vez realizado el contrato entre ambas compañías dirigentes entonces deberá ser refrendado por la Junta General de Accionistas y será raro que ésta rechace dicho acuerdo.

---

<sup>58</sup> Mascareñas Perez Iñigo, "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas". Op. cit. pág. 123.

Existen diferencias entre la OPA y la fusión, en una OPA no se necesita a la gerencia que va a ser adquirida, por dicha razón es normal que la gerencia de la empresa que será adquirida utilice todos los medios a su alcance para impedir la adquisición, que podría poner en peligro sus puestos de trabajo y su reputación como gerentes.

Otra diferencia entre ambas radica en que en la fusión hay realmente mezcla de dos empresas, desapareciendo ambas para crear una nueva - fusión propiamente dicha - o desapareciendo únicamente la adquirida - fusión por absorción. Las OPAs, fundamentalmente, persiguen asegurar el control sobre determinada empresa por parte de la adquirente, pero sin englobar a aquella dentro de ésta.

La OPA puede ser amistosa u hostil dependiendo si la gerencia de la empresa ha sido avisada y está en cierta forma de acuerdo con la propuesta de la adquirente o si, por el contrario, la oferta se hace directamente a los accionistas de la empresa adquirida sin contar, para nada con la opinión de sus directivos.<sup>59</sup>

La OPA consiste en la oferta de comprar acciones de otra sociedad, a un precio fijo por acción, a los propietarios de las mismas que lo deseen. Para ello dichas acciones pueden ser compradas a cambio de dinero líquido o de las propias acciones de las mismas que lo deseen. Para ello dichas acciones pueden ser compradas a cambio de dinero líquido o de las propias acciones de la sociedad adquirente. Pero en todo caso la herramienta de venta principal es la prima que se ofrece sobre el precio de mercado existente de la acción; la prima mínima parece ser del 20%.

Además, la compañía que realiza la OPA suele ofrecer a las Agencias y Sociedades de Valores atractivas comisiones por las acciones ofrecidas a través de ellas. La propia oferta de adquisición puede hacerse en dos niveles, el primero de los cuales representa el control de la sociedad; por ejemplo, si la sociedad adquirente ya posee el 5% de las acciones de la compañía que va adquirir, ofrecerá comprar el 46% de las mismas, para hacerse del control, a un precio y a unas condiciones de pago bastante ventajosas. El segundo nivel consiste en comprar a otro precio y con otras condiciones de pago (por ejemplo pagar con obligaciones y no con dinero líquido) a todos aquellos títulos que excedan del 51%.

---

<sup>59</sup> En España los ejemplos más significativos de una OPA amistosa, fueron las lanzadas por los Bancos Español de Crédito y Santander, sobre sus sociedades de cartera, por el contrario, existe también el ejemplo de una OPA hostil, la oferta pública de Torres Hostench sobre Fibo Azúcares y Alcoholes, o la de Afisa y Alcázar sobre inmobiliaria Eurobuilding.



Este tipo de oferta de adquisición evita el problema de aquellos que se retrasan en acudir a la OPA con la esperanza de obtener una contraoferta más alta de alguna otra compañía.<sup>60</sup>

En las OPAs existen momentos de "alta tensión confidencial", entre los que destacan los preparatorios y ejecutivos de las OPAs. La circunstancia de que se trate -en palabras del profesor Sánchez Calero- "de un procedimiento de transmisión de títulos cuyo mercado normal se ve afectado" permite que sean escenario de una amplia gama de engaños a los accionistas por parte de los administradores abusando precisamente de la información privilegiada de que gozan.

No es extraño, por lo tanto, que los estudios doctrinales sobre las OPAs hayan analizado los problemas de insider trading que con ocasión de aquellas se plantean con especial interés, máxime cuando el principio fundamental del procedimiento de la OPA exige que todos los accionistas reciban el mismo precio por sus acciones, principio que sería violado si los administradores pudieran negociar impunemente ventajas suplementarias actuando como iniciados. En el ordenamiento jurídico español, el art. 12 del Real Decreto No. 279, de 25 de enero de 1984, (en lo sucesivo R.D.)<sup>61</sup> establece, a cargo de todas las personas que tengan conocimiento de la preparación de la oferta, una obligación de secreto en la fase preparatoria de la OPA y un deber de abstención de realizar operación alguna en diferentes condiciones de las de la propia OPA.<sup>62</sup>

Podemos concluir esta breve referencia señalando que las OPAs son momentos especialmente propicios para la aparición de abusos de información privilegiada y que el principio igualitario que informa estas operaciones sirve igualmente para fundamentar la represión del insider trading.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Sobre este tema ver Mascareñas Pérez Inigo "Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas" Op. cit. dentro del artículo "Razones económicas para las fusiones y adquisiciones de empresas" pág 15.

<sup>61</sup> En España se les llama Real Decreto, ya que el rey es el que promulga la leyes o decretos

<sup>62</sup> Ver al respecto Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida "El abuso de información privilegiada" Op. Cit. Pág. 134.

<sup>63</sup> Además de lo dicho con respecto del artículo 12, el Real Decreto 279/1984 contiene otras disposiciones tendientes a evitar actuaciones irregulares por insiders potenciales. Son obligaciones de información, cuyos antecedentes se encuentran en el derecho norteamericano. Así debe informarse en la Junta Sindical de quiénes són los miembros del Consejo de Administración de la sociedad ofertante (Art. 8-a), de la posesión de títulos de la sociedad, con especial mención de las acciones y obligaciones adquiridas en los seis meses precedentes a la oferta (art. 8-g y h).

## 2.4. COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA.

### 2.4.1. Introducción.

Al respecto, en Europa, los países pertenecientes a la Comunidad Económica Europea también han hecho esfuerzos considerables por coordinar a sus mercados de valores reconociendo la necesidad de permanencia de los sistemas jurídicos de cada mercado pero tratando de coordinar aspectos relevantes que afectan la oferta y negociación con valores dentro de la Comunidad. Al respecto destaca la coordinación para la protección del público inversionista, los requisitos para listar valores en las bolsas y los reportes de información.<sup>64</sup>

Lo que se pretende es "hacer que los mercados organizados, esto es, las Bolsas, tengan un mínimo normativo homogéneo, ...para la transparencia y protección del inversor."<sup>65</sup>

Cabe hacer mención de la recomendación de la Comisión de la Comunidad Económica Europea No. 77/534 para la adopción de un código de conducta europeo relacionado con operaciones con valores no negociables, que se basa en seis principios generales:

- 1) El cumplimiento de las leyes locales para asegurar el funcionamiento adecuado de los mercados;
- 2) El establecimiento de requisitos de información a divulgar entre el público inversionista que debe ser completa y veraz;
- 3) El tratamiento equitativo entre los accionistas;
- 4) La conducta de los administradores, directores y gerentes respecto del mercado y público inversionista;
- 5) La profesionalización de intermediarios y otros sujetos del mercado que deben evitar poner en peligro la efectividad del mercado buscando una utilidad rápida; y
- 6) El evitar conflictos de interés de los intermediarios.

---

<sup>64</sup> Ver al respecto Jiménez Blanco Antonio "Derecho Público del Mercado de Valores", Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid 1989. pág. 63, 196 pp.

<sup>65</sup> Jiménez Blanco Antonio "Derecho Público del Mercado de Valores". Op. Cit.

Dicho código de conducta, deriva de una Recomendación que no es fuente de derecho y, en consecuencia, no es obligatorio, pero sí existen Directivas obligatorias de la Comunidad respecto a ciertas materias tales como: coordinación de condiciones para el listado en bolsas de valores ( Directiva 79/279/CEE del 5 de marzo de 1979); coordinación respecto de información que debe publicarse regularmente ( Directiva 82/121/CEE del 15 de febrero de 1982); coordinación respecto a la disposición o adquisición de tenencias importantes en el capital de empresas ( Directiva 88/627/CEE ); coordinación en los prospectos de oferta pública ( Directiva 89/289/CEE ); y coordinación para la regulación de la información privilegiada ( Directiva 89/592/CEE ); entre otras.

#### **2.4.2. La Directiva de la Comunidad Económica Europea y la Convención sobre el Uso de Información Privilegiada.**

##### **a. La Directiva de la Comunidad Económica Europea.**

La Directiva 89/592/EEC Coordinadora de las Regulaciones sobre Uso de información Privilegiada fue adoptada por el Consejo de la Comunidad Económica Europea el 13 de diciembre de 1989. Con anterioridad a la adopción de la Directiva de la Comunidad Económica Europea, el uso de información privilegiada era regulado de forma distinta de cada estado miembro. En algunos estados, el uso de la información privilegiada era un delito, otros estados tenían códigos de conducta voluntarios, y otros estados no tenían regulación sobre la materia.<sup>66</sup>

Las discrepancia en las regulaciones nacionales eran dañinas para la transparencia de los mercados de valores y hacían difícil el exponer los casos de mal uso de información privilegiada, bajo la cual, se considera que dicha información es *" información que no se ha hecho del conocimiento del público, de una naturaleza precisa en relación a uno o más emisores de valores transferibles, la cual, si se hiciera del conocimiento del público sería probable que tuviera un efecto significativo en el precio del valor o valores transferibles de que se trate"*.<sup>67</sup>

La Directiva de la Comunidad Económica Europea, define como " valores transferibles" a los títulos con los cuales se puede realizar operaciones con información privilegiada. Este término pretende ser muy amplio e incluye valores de deuda o de capital emitidos por entidades corporativas, valores emitidos por

<sup>66</sup> Por ejemplo Italia e Irlanda.

<sup>67</sup> Artículo (1) de la Directiva de la Comunidad Económica Europea y ver al respecto Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida *"El abuso de información privilegiada"* Op. Cit.

gobiernos u autoridades locales, opciones negociables derivadas de dichos valores, cualquier derecho relacionado con dichos valores e instrumentos financieros a plazo fijo derivados de, o con respecto a, dichos valores.

La Directiva de la Comunidad Económica Europea no prevé sanciones específicas para los infractores, sino que establece que son los propios estados los que deben establecer las penas para los violadores de las medidas adoptadas de conformidad con la Directiva. La Directiva establece únicamente que las penas deberán ser suficientes para promover el cumplimiento de las medidas tomadas por cada estado miembro de conformidad con la Directiva.

#### **b. La Convención Sobre el Uso de Información Privilegiada.**

El 20 de abril de 1989, el Consejo de Europa en Estrasburgo abrió para firma un tratado internacional, llamada la Convención Sobre Uso de Información Privilegiada.<sup>68</sup> Fue complementado con un Protocolo, el cual fue abierto para firma el 11 de septiembre de 1989, los dos instrumentos forman uno solo. Países como España, Noruega, el Reino Unido, Holanda y Suecia entre otros ya se han adherido a la Convención. En varios aspectos la convención constituyen una innovación. Para empezar es el primer tratado multilateral de insider trading en el mundo.

En Europa, esta convención sentó las bases para la adopción de la Directiva de la Comunidad Económica Europea, la cual, como ya lo mencionamos, pretende coordinar las distintas reglamentaciones sobre insider trading.

La Convención también es interesante porque, a diferencia de la Directiva de la Comunidad Económica Europea, esta abierta para el acceso de países afuera de Europa, en particular para los miembros no europeos de la Comunidad para la Cooperación y el Desarrollo Económico, de la cual México ya forma parte. Dos de estos países, Canadá y los Estados Unidos, participaron activamente en la formulación de este documento y son miembros potenciales de esta convención. La Convención es un instrumento de cooperación, mientras que la Directiva es un instrumento de armonización. Uno de los principales problemas que la convención busca combatir es la realización utilizando vehículos extranjeros para realización de delitos como los llamados *off-shores operations*, para perturbar los mercados de valores. Gracias a las modernas técnicas de información y a las avanzadas tecnologías, dichas operaciones se pueden originar en cualquier parte del mundo, sin importar lo remoto o pequeño de dicho lugar. La Convención toma esto en cuenta y lo refleja en su título "Convención y no Convención Europea".

---

<sup>68</sup> Convention on Insider Trading, European Treaty Series (E.T.S.) No. 130.

La conclusión de acuerdos intergubernamentales en contra del "insider trading" entre países de Europa fue precedido por los pasos adoptados por las autoridades de los Estados Unidos al celebrar acuerdos paralelos de entendimiento con gobierno de países Europeos. Dicho tipo de acuerdos no otorgan suficiente atención a diferencias culturales de legislación o a diferencia de escala entre los mercados, ni tampoco se toma en cuenta que cuando varios estados celebran acuerdos bilaterales sobre una misma materia, resulta en un vasto arsenal de tratados, difíciles de manejar y coordinar. Debido a lo anterior, surgió la idea de un solo tratado internacional, dirigido por una organización internacional como es el Consejo de Europa.

La Convención contiene su propia definición de lo que debe entenderse por información privilegiada, los sujetos de información privilegiada y sus propios mecanismos de control. No es el objeto de este estudio el analizar sus disposiciones, solo basta decir que en el escenario internacional se están llevando a cabo serios esfuerzos para combatir a aquellas personas que hacen un uso indebido de información privilegiada. Nos extraña el ver que nuestro país no participe de estos acuerdos o el que no realice esfuerzos serios en el marco internacional, toda vez que busca llegar a un Acuerdo de Comercio con la Comunidad Europea.

#### BIBLIOGRAFIA

Manne, H.G., "Insider Trading and the Stock Market. An Economist Looks at Section 10 b. of the Securities Exchange Act of 1934" Columbia Law Review, 1968.

Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapía Hermida, "El abuso de información privilegiada ( "insider trading" y operaciones de iniciados)". Revista sobre Derecho Bancario y Bursátil. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil. Universidad Complutense de Madrid. No. 28 Año VII, octubre- diciembre 1987. Madrid, España.

Gonson Paul, "The Complex Web. An Introduction to the Federal Securities Laws" en la Revista Business Law Today. The Magazine of the ABA Section of Business Law Volume 4, Number 6 July, August 1995. Chicago IL.

Jennings/ Marsh, "Selected Statutes, Rules and Forms under the Federal Securities Laws", Minnesota- New York, 1986.

Loss, Robert "Fundamentals of Securities Regulations", Boston 1983.

Robles Miaja, Rafael, "Algunos aspectos de colocaciones simultaneas de valores en el extranjero", Conferencia presentada en el Seminario Legislación Bursátil Corporativa, Organizado por el Institute for International Research en el Hotel Marqués Reforma, México, D.F., Diciembre, 1993.

Harris, Dee R. y Naefach, Lynn D. en "Whats New in Securities Regulation below the federal level" en la revista American Bar Association Business Law Today Volume 4 Number 6 July-August 1995 Chicago , Il.

Langevoort, Donald C. "Insider Trading Regulation A Treatise on the Definition, Prevention and Regulation of Insider Trading", New York, N.Y., 1991.

Langevoort, Donald C. "Insider Trading and the Fiduciary Principle. A Post Chiarella Restatement", California Law Review. January 1982, Vol. 70. No. 1, University of California, Berkeley.

Langevoort, Donald C. "Fraud and Deception by Securities Professional" Texas Law Review. Vol. 12 No. 6. 1983.

Martínez Florez, Aurora, "El status quaestionis sobre el insider trading en el Derecho Federal de los Estados Unidos", publicado por la Revista Jurídica de la Universidad Autonoma de Madrid, Vol. 5, No. 16, Madrid, España 1991.

United States Supreme Court Reports

Levine- Gardiner- Swanson " Multiservice Securities Firms: Coping with Conflicts in Tender Offer Context" Wake Forest Law Review 1988,

Herzell-Colling " The chinesse wall revisited" California, Law Review Vol. 6 No.7 August, 1983.

Lawton/ Boticelli del despacho Dechert Price& Rhoads, "New Weapon in the SEC's Arsenal" publicado en la Revista Business Law Today Volume 4, Number 6 July August 1995 Chicago Il.

Lorne, Simon M. "Administrative Actions Against Lawyers Before the SEC" publicado en la Revista "The Business Lawyer" August 1995, Vol. 50 No. 4, University of Maryland School of Law.

Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., Informe Anual 1992.

Alberto Tapia Hermida "Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en el Ordenamiento Jurídico Español" dentro del "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas" Serie McGraw Hill de Management. Madrid España 1993.

Jimenez Blanco Antonio "Derecho Público del Mercado de Valores", Editorial Centro de Estudios Ramón Aceres, Madrid 1989, pág. 63, 196 pp.

Convention on Insider Trading, European Treaty Series (ETS) No. 130.

### CAPITULO III

#### SOLUCION EN LA LEGISLACION MEXICANA AL PROBLEMA DE INFORMACION PRIVILEGIADA.

##### 3.1. ANTECEDENTES.

###### a. El Mercado de Valores en México.

En esta sección daremos un breve análisis del desarrollo de las disposiciones en el mercado de valores en nuestro país y una visión en conjunto de su desarrollo.

Se fundó la primera bolsa en la ciudad de México en el año de 1887 por los señores Francisco P. Aspe y G. Alfredo Lahadie. Ella se ocupó del comercio con valores y productos. Esta constitución tuvo su fundamento en una concesión otorgada por la entonces Secretaría de Hacienda de la República Mexicana, con consentimiento del Congreso Federal.<sup>69</sup>

Sin embargo para Francisco Borja Martínez<sup>70</sup> considera que en la práctica de la correduría mercantil se ha venido realizando en nuestro país desde hace mucho años, existiendo, desde la época del Virreinato diversas disposiciones tendientes a regular la concesión y título para desempeñar oficio de corredor de lonja que incluía actuar como agente de cambio intermediando entre la compra y venta de valores, sin embargo, esta actividad careció de significación dada la ausencia del mercado bursátil.

La base constitucional correspondiente al mercado de valores, fue efectuada en 1883, por medio del cual se le atribuyó la competencia legislativa en toda la materia mercantil a la Federación, en tanto que hasta tal fecha los legisladores locales tuvieron tal facultad, que aun rige hasta nuestros días en el Art. 73 Fracción X de nuestra Carta Magna.

Casi inmediatamente después surgió el primer Código de Comercio mexicano en el año de 1884. La Bolsa en este lapso funcionó sin reglamentación legal especializada y solamente el otorgamiento de su concesión implicó un fundamento jurídico específico.

---

<sup>69</sup> Frisch Phillip Walter. "La actuación de insiders en México" en la Revista Ars Juris de la Universidad Panamericana, Pág. 87.

<sup>70</sup> Borja Martínez Francisco. "El Nuevo Sistema Financiero". Colección Popular, Fondo de Cultura Económica, México 1991. Pág 39.



El reglamento que utilizaba las bolsa de valores eran los preceptos generales de los derechos civil y mercantil.<sup>71</sup>

Después de la Revolución Mexicana, se busca uniformar la materia financiera con prevenciones que generalizan la autorización previa para bancos, empresas aseguradoras, compañías de fianzas, agentes de valores y organizaciones auxiliares de crédito, entre otros. En el año de 1916 por Decreto del presidente Venustiano Carranza, se autoriza la apertura de una bolsa de valores autorizada por la Secretaría de Hacienda.<sup>72</sup>

En la Ley Bancaria de 1932 (Diario Oficial del 29 de junio de 1932) se hizo por primera vez una reglamentación de la actividad de las casa de bolsas. El concepto del mercado de valores se limitó a los negocios bursátiles que fueron el único punto de partida.

En el Diario Oficial del 20 de febrero de 1933 apareció el Reglamento sobre Bolsas de Valores que contuvo disposiciones detalladas relacionadas con la Ley. El 5 de septiembre de 1933 se constituyó la Bolsa de Valores de la Ciudad de México, en forma de Sociedad Anónima, por 60 personas como socios fundadores. Ella no es idéntica con la Bolsa que se constituyó en el año de 1887. No hubo continuidad entre éstas, debido a que se originó un intervalo de interrupción entre la terminación de la Bolsa anterior y el inicio de la formada en el año de 1887.<sup>73</sup>

Por decreto del Ejecutivo Federal, en el año de 1928 se sujeta a las bolsas de valores a la inspección de la Comisión Nacional Bancaria. En el Diario Oficial de 1940 se creó por primera vez el concepto de oferta pública de acciones, que se extiende más allá del tráfico bursátil. En el año de 1932 con la publicación de la Ley General de Instituciones de Crédito a las bolsas de Valores y se establece que estas deben operar en base a concesión otorgada por el Gobierno Federal. Es importante destacar que esta ley por primera vez establece requisitos para la inscripción de valores, entre estas obligaciones existía la obligación de informar semestralmente de la información financiera de las emisoras. Por primera vez se refleja la preocupación para dar al inversionista seguridad en las transacciones.

---

<sup>71</sup> Los Códigos de Comercio mexicanos de los años 1884 y 1889, la Ley Mexicana sobre Sociedades Anónimas de 1888, que como ley especial reglamentó interamente, desde 1888 a 1889, la sociedad anónima, los Códigos Civiles de los Estados Miembros, del Distrito Federal y de los Territorios Federales se mencionan los de los años 1884 y el vigente de 1928, último que solo tiene vigencia en el Distrito Federal debido a que los anteriores Territorios Federales se convirtieron sucesivamente en Estados miembros de la Federación y crearon como tales sus propios Códigos Civiles.

<sup>72</sup> Igartua Araiza, Octavio, "Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano", México 1988, Ed. Porrúa.

<sup>73</sup> Frisch Phillip Walter. Op. Cit. Pág. 88.

En 1940 se instituyó una Comisión para la vigilancia del mercado de valores público y extrabursátil. Esta Comisión fue la precursora de la Comisión Nacional de Valores.

Por decreto publicado con fecha 16 de abril de 1946, se crea la Comisión Nacional de Valores ( en adelante CNV ).<sup>74</sup> Posteriormente se creó la Ley sobre la Comisión Nacional de Valores<sup>75</sup> del año de 1953.

En esos años el legislador se dio cuenta que las anteriores legislaciones no bastaban para desarrollar el incipiente mercado de valores y era necesario ocuparse de un tema de capital importancia que era una de las principales causas que motivaba el lento crecimiento del mercado de valores, **la confianza del inversionista**. No se podía, ni se puede, dejar a un lado la protección de los derechos de los tenedores de títulos.

Era preciso vencer la tradicional desconfianza de los ahorradores de todo tipo respecto al mercado de valores y estimularlos a que aportaran a este sus recursos. Para lograr esto, era necesario crear una institución de vigilancia el cual garantizara que los legítimos intereses de los tenedores no fueran lesionados por quienes intervinieran, directa o indirectamente en la emisión, oferta, distribución y colocación de títulos.

Se plantearon diversos objetivos para lograr establecer esta confianza en los inversionistas:

- i) sanear al mercado de valores irregulares o decididamente fraudulentos;
- ii) vigilar el ofrecimiento al público de toda clase de valores;
- iii) someter a las emisoras de valores a un sistema de vigilancia permanente;
- iv) vigilar el funcionamiento de las bolsas; y
- v) seleccionar los valores destinados a ser objeto de inversión institucional con ahorros del público.

De esta forma se planteó la creación de un organismo análogo a aquel que funcionan en los Estados Unidos de Norteamérica, y se planteó como un organismo

---

<sup>74</sup> Herrera, Mario "La Comisión Nacional de Valores, Atribuciones, Política sobre Valores, Trámites". Ed. Cultural, T.G. México, D.F. 1960, pág. 11.

<sup>75</sup> Publicada en el Diario Oficial de fecha 31 de diciembre de 1953.

autónomo, a efecto de que mantuviera su independencia de cualquier grupo político y financiero; colegiado, con el fin de que funcionara como colegio con la representación tanto del sector público como privado; legislativo; jurisdiccional, a efecto de que dictará normas e investigara situaciones jurídicas dudosas; y técnica, para que sus decisiones estuvieran lo suficientemente fundadas.

De esta forma nace la CNV hoy llamada Comisión Nacional Bancaria y de Valores CNBV, motivada principalmente en la necesidad de proteger los intereses de los tenedores de valores. Como correctamente lo señala Mario Herrera<sup>76</sup> *"El legislador ha tenido en cuenta que proteger al tenedor, significa darle oportunidad de que su inversión sea sana, financiera y legalmente hablando; y que la inversión sólo puede ser sana si lo es el valor, objeto de tal inversión"*.

En 1953 se creó la Ley Sobre la Comisión Nacional de Valores que tuvo una regulación mas substanciada. Se reunió la vigilancia sobre los mercados bursátil y extrabursátil, y se formó por primera vez un contrapeso a la Comisión Nacional Bancaria, por medio de que se sometieron a la vigilancia mencionada también ciertas operaciones con valores que se han efectuado por bancos y continuó hasta el año de 1975.

Actualmente la CNBV es el organismo encargado de regular el mercado de valores y de vigilar la debida observancia de las disposiciones de la LMV, de las circulares de la CNBV y de las demás disposiciones aplicables al mercado de valores y a sus participantes.

El 2 de enero de 1975 se publicó en el Diario Oficial de la Federación, la Ley del Mercado de Valores, que abrogó el reglamento de la CNV de 1946, su reglamento interior del mismo año, el reglamento que regulaba el ofrecimiento al público de valores no registrados de 1947 y la Ley de la CNV de 1953. Con anterioridad al año de 1975 el cuadro legal que existía era incompleto y correspondía a situaciones existentes en etapas ya superadas del desarrollo económico mexicano. Las disposiciones que hasta esa fecha eran aplicables y que la LMV abrogó estaban contenidas en diversos ordenamientos, muchos de los cuales habían sido adoptados como consecuencia de situaciones económicas y políticas muy particulares. Frecuentemente se utilizaba el sistema de derogación tácita, generando dudas y confusión en relación con las disposiciones que efectivamente eran aplicables para una determinada operación.

La actividad bursátil ya se encontraba sujeta a la supervisión de la CNV, sin embargo, esta supervisión era deficiente toda vez que su jurisdicción se encontraba muy limitada. De hecho, las bolsas de valores, corredores, casas de bolsa y demás

---

<sup>76</sup> Herrera, Mario *"La Comisión Nacional de Valores, Atribuciones, Política sobre Valores, Trámites"*. Op. Cit.

intermediarios estaban sujetos a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria, por tratarse de organizaciones auxiliares de crédito.

Con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1975, la situación existente cambia. Por primera vez se recoge en un solo ordenamiento todas las disposiciones aplicables al mercado bursátil. La LMV otorga a la CNV facultades más amplias en materia de reglamentación y vigilancia del mercado de valores. Para evitar una excesiva participación de las instituciones bancarias en el mercado y que ejercieran un exagerado dominio sobre las fuentes posibles de financiamiento, la LMV de 1975 reflejó una política gubernamental orientada a regular la participación de los bancos en el mercado. La LMV pretende evitar situaciones de desequilibrio entre participantes en el mercado de valores o de incompatibilidad de funciones. La LMV en sus inicios no contenía disposiciones tendientes a prevenir la práctica de "insider trading".

### **3.2. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS DEL USO DE INFORMACION PRIVILEGIADA:**

#### **3.2.1. Decreto publicado el 28 de diciembre de 1983 mediante el cual se adiciona el artículo 16 bis a la Ley del Mercado de Valores.**

En la LMV de 1975 no se menciona la palabra "información privilegiada". Fue hasta 1983 cuando el legislador mexicano se ocupó del combate de este fenómeno. En la iniciativa de reformas a la LMV que el Presidente de la República envió al Congreso, se expresó que era necesario evitar que las personas vinculadas con sociedades emisoras de valores, los intermediarios en el mercado de valores y en general cualquier persona que directa o indirectamente tuviera acceso a información privilegiada proveniente de las mismas emisoras, la utilice en perjuicio del público inversionista. Esta reforma fue importante por introducir a nuestra legislación el concepto novedoso de "información privilegiada". Sin embargo, podemos decir que esta reglamentación resultó ser insuficiente, restrictiva y hasta podríamos decir ingenua.

El artículo 16 bis adicionado a la LMV mediante reforma de fecha 28 de diciembre de 1983, restringió el universo de personas sujetas a la prohibición de uso indebido de información privilegiada a aquellas personas que por su posición respecto de las sociedades emisoras o del mercado de valores, tuvieran acceso a información que tales sociedades no hubieran divulgado. Este enunciado se aparta del texto de la iniciativa de reformas toda vez que excluye a otras personas que

directa o indirectamente, con independencia de su posición tengan acceso a dicha información.

Adicionalmente, el concepto de información privilegiada quedo limitado a aquella información que las sociedades emisoras deben rendir a la CNV y a la Bolsa de Valores y a aquella información que determine la propia CNV mediante reglas de carácter general. No nos parece correcto el dejar a la CNV la facultad de determinar el concepto de información privilegiada mediante reglas de carácter general, ya que éste tema es demasiado importante para ser regulado mediante simples "circulares". Esto salta a la vista si se compara con el marco jurídico estadounidense.

El nuevo artículo 16 Bis y el artículo 53, establecieron una engorrosa obligación de información por parte de todas aquellas personas a quienes se prohibió el uso de información privilegiada, tales como administradores, funcionarios, comisarios y accionistas de importancia de las sociedades emisoras, casas de bolsa y bolsas de valores, cónyuges de estos, servidores públicos e integrantes de la junta de gobierno de la CNV.

Es importante destacar que desde que se regulo el uso de información privilegiada en nuestro país, se ha establecido un catálogo casuista de personas que son sujetos o que se presume que poseen información privilegiada en una concentración máxima en la redacción del texto legal. Esto a nuestro parecer es incorrecto, al establecer una reglamentación casuística y restrictiva hace que los "insiders" busquen nuevas formas de realizar operaciones con información privilegiada eludiendo los supuestos de la ley.

Otra característica de esta reforma es que estableció como una de las consecuencias de la violación de las disposiciones dirigidas a controlar el uso de información privilegiada, **la nulidad relativa de la operación**. A este respecto, nos permitimos citar las atinadas palabras de Rodolfo León León<sup>77</sup>. *"Como consecuencias de la contravención a las prohibiciones de aprovechamiento de información privilegiada, se establecieron la nulidad relativa que la contraparte perjudicada podría demandar ante los tribunales competentes a fin de devolver las cosas al estado en que se encontraban, junto con el pago de los daños y perjuicios causados, así como la imposición de multas hasta de dos veces el monto del beneficio obtenido y la inhabilitación de los accionistas de importancia, administradores, funcionarios y empleados de la Bolsa de Valores, y finalmente la destitución de los servidores públicos que incumplieron con esta prohibición"*.

---

<sup>77</sup> León León, Rodolfo, "Regulación del Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Mexicano" México, 1993, Ed. Academia Mexicana de Derecho Bursátil y los Mercados Financieros, A.C.

*"Por fortuna para el orden jurídico, cuando menos que yo sepa, jamás se demandó con base en esta reforma legal la nulidad de una negociación bursátil llevada a cabo con uso de información privilegiada, pues considero que se hubiera causado un gran perjuicio al mercado y en especial a la seguridad que debe haber en las transacciones bursátiles, de haberse querido hacer efectiva la consecuencia de esta nulidad, regresando las cosas al estado que guardaban con anterioridad a la violación."*

Como bien señala Rodolfo León León hubiera sido un desastre para el mercado que esta disposición se hubiera hecho efectiva. La visión del legislador fue ingenua al pretender que una operación bursátil podría verse afectada de nulidad. En la actualidad, la transmisión de títulos en el mercado se da mediante asientos contables y movimientos electrónicos, por lo tanto, hubiera causado un gran desorden en el mercado bursátil, acalar una acción de esa magnitud.

El precepto del artículo 16 Bis de la LMV desde su publicación sufrió dos modificaciones, las cuales fueron publicadas en el D.O. el 8 de febrero de 1985 y el 31 de diciembre de 1986, respectivamente.

Para poder analizar más detenidamente este artículo, a continuación transcribiremos su texto:

*"Art. 16 bis.- Las personas que por su posición respecto de sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o del mercado de valores en general, tengan acceso a información privilegiada relativa a una de dichas sociedades en particular, deberán abstenerse de efectuar operaciones con cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad, en beneficio propio o de terceros, mientras la citada información no sea divulgada entre el público inversionista.*

*Las citadas personas y emisoras se ajustarán al siguiente régimen:*

*I. Se entiende por información privilegiada la relativa a una sociedad emisora de valores inscritos en el citado Registro, que en los términos de la presente ley debe proporcionarse a la Comisión Nacional de Valores, al público inversionista y, en su caso a la bolsa de valores correspondiente, conforme a los criterios de carácter general que emita la citada Comisión, aún no divulgada entre el público inversionista y cuyo conocimiento, por su naturaleza, pueda influir en los precios de cotización de los valores emitidos por dicha sociedad;*

*II. Quedan incluidos en lo dispuesto en el primer párrafo de este artículo:*

- a) Los administradores, funcionarios y comisarios de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;
- b) Los accionistas de las indicadas sociedades que detentan el control del diez por ciento o más de acciones representativas de su capital social;
- c) Los cónyuges de las personas a que se refieren los incisos a) y b) de esta fracción;
- d) Los servidores públicos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de las entidades de la administración pública paraestatal por ellas coordinadas, cuyas actividades los relacionen directamente con la promoción, regulación y control del mercado de valores;
- e) Los vocales y secretarios de la junta de gobierno de la Comisión Nacional de Valores y los servidores públicos de la misma;
- f) Los accionistas que detentan el control del diez por ciento o más de las acciones representativas del capital social de las casas de bolsa, así como los administradores, funcionarios empleados y apoderados para celebrar operaciones con el público de estas últimas;
- g) Los administradores, funcionarios y empleados de las bolsas de valores y de las instituciones para el depósito de valores;

### III. Tendrán como obligaciones complementarias:

- a) Las personas a que se refieren los incisos a) al c) de la fracción anterior informarán a la Comisión Nacional de Valores de las operaciones que realicen con valores emitidos por la sociedad a que se encuentren vinculados en los términos de los propios incisos;
- b) Las personas señaladas en los incisos d) al g) de dicha fracción informarán a dicha comisión de todas las operaciones que realicen con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;
- c) Las sociedades emisoras informarán a la propia Comisión Nacional de Valores de cualquier cambio en la composición de su consejo de administración, así como de las renunciaciones y nuevas designaciones de funcionarios y comisarios, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha en que dichos eventos se produzcan. La misma obligación tendrán los

accionistas respecto de las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, que impliquen la adquisición o pérdida de control de acciones que representen diez por ciento o más del capital de la sociedad de que se trate.

La Comisión, mediante disposiciones de carácter general, determinará la forma y términos en que deberán proporcionarse las informaciones a que se refieren los incisos anteriores;

IV. Las operaciones celebradas en contravención a lo dispuesto en este artículo, aprovechando información privilegiada, darán lugar a que:

a) Estén afectadas de nulidad relativa y a que la contraparte perjudicada por su celebración pueda demandar ante los tribunales competentes su anulación y el pago de los perjuicios causados.

Dicha acción prescribirá a los seis meses, contados a partir de que la información privilegiada haya sido divulgada entre el público inversionista;

b) La Secretaría de Hacienda y Crédito Público imponga a cada uno de los infractores multa hasta por dos veces el monto del beneficio que origine la operación de que se trate.

La imposición de la multa no libera a los infractores de las acciones que procedan y de las demás responsabilidades que sean a su cargo;

c) Las personas a que se refieren los incisos f) y g) de la fracción II, quedan inhabilitados para desempeñar actividades en el mercado de valores. La Comisión Nacional de Valores dictará las medidas que aseguren la efectiva inhabilitación de que se trata.

Además de las obligaciones señaladas en las disposiciones anteriores, las personas a que se refieren los incisos d) y e) de la fracción II, sólo podrán invertir en acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, por conducto de fideicomisos constituidos para ese único fin en instituciones o sociedades nacionales de crédito, o en acciones representativas del capital de sociedades de inversión, absteniéndose de realizar cualquier inversión directa, por sí o a través de interpósita persona. El incumplimiento de esta disposición será sancionado con la destitución del puesto en los términos del capítulo II del título tercero de la Ley Federal de Responsabilidades de los Servidores Públicos."



El artículo anterior, aunque consideramos que constituye una importante innovación por introducir en nuestra legislación el concepto de información privilegiada, debemos decir que refleja en primer lugar falta de técnica legislativa y un segundo lugar presenta una serie de incongruencias. A continuación, analizaremos brevemente su texto:

i) No se define el concepto de información privilegiada, sino que el legislador únicamente describe sus características.

ii) Como se mencionó anteriormente, el universo de personas que pueden ser sujetos de información privilegiada se encuentra restringido, ya que este artículo solo incluye a personas vinculadas directamente con la emisora, dejando afuera a aquellas personas que por cualquier otro medio adquieran la información (este podría ser el caso de los "tippees"). El primer párrafo establece que "Las personas que por su posición respecto de sociedades emisoras de valores...o del mercado en general, tengan acceso a información privilegiada relativa a una de dichas sociedades en particular deberán abstenerse de efectuar operaciones con valores emitidos por la misma sociedad...". De lo anterior se desprende que únicamente las personas directamente vinculadas con la sociedad emisora o con el mercado en general deben abstenerse de realizar operaciones con determinados valores. El texto de este artículo no sanciona el comunicar dicha información a terceras personas. Una tercera persona no vinculada a la sociedad emisora podría utilizar dicha información libremente sin quedar sujeta a las disposiciones de la LMV.

iii) En el tercer párrafo se prevé que la CNV determine mediante "criterios generales" la información que en términos de la LMV debe ser entregada a la CNV, al público inversionista y a las bolsas. Consideramos que dicha disposición es vaga y ambigua. En este sentido nos permitimos citar las palabras de José Luis de Labra Madrazo<sup>78</sup> quien al respecto considera que "La expresión criterios generales" es muy ambigua, además de estar cargada de inseguridad jurídica para el público inversionista, por cuanto que no es correcto dejar a la CNV que determine esos "criterios generales"; el uso indebido de información privilegiada es una situación demasiado delicada para regularla con simples "criterios".

iv) Consideramos inapropiado hacer una elaboración casuística y restrictiva de las personas que son sujetos de información privilegiada. Toda vez que cualquier persona puede ser susceptible de obtenerla. Ya se observó en el capítulo anterior cuando hablamos de las disposiciones de "insider trading" en los Estados Unidos que se han dado casos de personas que incidentalmente adquieren

---

<sup>78</sup> Labra Madrazo, José Luis "Información Privilegiada (Hacia un control de su uso indebido)" México. Tesis Escuela Libre de Derecho, 1990.

información no pública y haciendo uso de ella obtienen grandes cantidades de dinero.

Lo correcto sería establecer que toda persona que directa o indirectamente obtenga información privilegiada de un determinado emisor deberá abstenerse de utilizarla para obtener un beneficio o para evitarse un perjuicio. Además el texto del artículo resulta contradictorio, ya que primero establece como sujetos de información privilegiada a aquellos que están directamente relacionados con el emisor y posteriormente incluye a personas que no lo están. Tal es el caso de los cónyuges de consejeros y accionistas.

v) Consideramos atinado el que se establezca que deben de abstenerse de realizar operaciones aquellas personas vinculadas con el mercado en general. Este concepto incluye a funcionarios de la SHCP y de la CNV (incluyendo su junta de gobierno). En este punto, es conveniente señalar que el inciso d) de la fracción II habla de funcionarios "... cuyas actividades los relacionen directamente con la promoción, regulación y control del mercado de valores", este concepto es incompleto porque también debería englobar a aquellos funcionarios cuyas actividades estén indirectamente relacionadas con el mercado de valores. En esta primera versión del Artículo 16 bis no se incluyen a asesores del emisor (i.e. abogados, contadores, asesores de inversión, etc.) o a otras personas que en algún momento dado por razón de su encargo o por cualquier otra razón se pudieran encontrar en una posición de acceso a información privilegiada sobre un determinado emisor.

vi) La fracción III hace referencia a "*obligaciones complementarias*", sin establecer que se debe entender por la palabra "*complementarias*", toda vez que resulta obvio que este término no existe en la literatura civilista y carece de significado jurídico. Como mencionamos en párrafos anteriores esta fracción impone una engorrosa obligación de informar. Además, el inciso b) se contradice con el último párrafo del artículo, ya que el último párrafo prohíbe que los servidores públicos inviertan en acciones registradas en el RNVI, salvo que lo hagan a través de fideicomisos especiales o en acciones de sociedades de inversión. El inciso b) les impone la obligación de informar de todas las operaciones realizadas con valores inscritos en el RNVI.

vii) Con respecto a la fracción IV, con el objeto de no ser repetitivos, nos permitimos referir al lector al comentario que sobre este inciso expresamos en párrafos anteriores. Únicamente quisiéramos añadir que esta disposición es también ambigua al hablar de "tribunales competentes". Al no haber tribunales en materia bursátil, resultara confuso para una persona que no es estudiosa de la materia el determinar que tribunal sería competente para ventilar asuntos en materia bursátil.

Es evidente que hoy en día los jueces competentes para conocer de estos asuntos son los Jueces de Distrito en Materia Civil o los jueces locales en turno en casos de jurisdicción concurrente. Como lo veremos en la siguiente parte, actualmente, en ciertos casos también son competentes los Jueces de Distrito en Materia Penal o los jueces locales en turno en caso de jurisdicción concurrente.

José Luis de Labra Madrazo<sup>79</sup> propone la creación de Juzgados en materia Bursátil tanto a nivel local no a nivel federal, para lograr un grado de eficacia en la solución de los problemas que se presenten con motivo del uso indebido de información privilegiada. Sin embargo consideramos que sería demasiado gasto para el erario público, si los jueces se prepararan más en este campo, no sería necesaria esta instancia, pero es indispensable que existan personas preparadas para poder interpretar y aplicar las normas que rigen en materia bursátil.

Es también conveniente señalar que el inciso a) de esta disposición es incompleto, ya que únicamente faculta a la contraparte perjudicada a reclamar el pago de perjuicios causados, quitándole la posibilidad de reclamar daños. Este apartado también menciona en su segunda parte que *"... dicha acción prescribirá a los seis meses, contados a partir de que la información privilegiada haya sido divulgada ante el público inversionista..."* Estimamos que es desafortunada la redacción de este precepto, no solo porque se aparta de las disposiciones civiles para la prescripción en materia de daños (conforme a las cuales la prescripción comienza a correr a partir de la fecha en que se causo el daño), sino porque es difícil determinar en que momento es del conocimiento del público la información privilegiada.

Consideramos que la información se hace del conocimiento del público al hacerse desplegados o publicaciones en prensa o avisos en cualquier medio masivo de comunicación. Por último, el inciso b) de esta fracción señala que la SHCP esta facultada para imponer multas a los infractores de estas disposiciones, sin embargo, no señala la forma en que se agotara la garantía de audiencia prevista en los artículos 14 y 16 de la Constitución. A nuestro parecer, las sanciones establecidas en éste artículo son muy bajas por lo que no cumplen con su función de ser ejemplares, no existía una sanción corporal para los infractores y la multa que la CNV estaba facultada a imponer era muy pequeña, ya que una multa hasta de dos veces el beneficio obtenido implica que el infractor únicamente desembolse de sus propios recursos una cantidad igual a la que obtuvo por la operación, ya que la otra parte, prácticamente la esta devolviendo.

Como ya lo expresamos, este artículo fue derogado por el decreto de reformas a la LMV de fecha 28 de diciembre de 1989, publicado en el Diario

---

<sup>79</sup> Labra Madrazo, José Luis Op. Cit.

Oficial el día 4 de enero de 1990. Más adelante analizaremos el texto de dichas reformas. En resumen, podemos decir que la implementación de el artículo 16 bis fue positiva en cuanto manifiesta la preocupación del legislador por regular el uso de información privilegiada, sin embargo, por las razones expresadas con anterioridad, podemos concluir que el texto de dicho artículo fue desafortunado e impreciso.

### **3.2.2. Disposiciones de carácter general emitidas por la Comisión Nacional de Valores.**

Desde la promulgación del artículo 16 bis la CNV ha emitido diversas circulares tendientes a regular el uso de información privilegiada. Estas circulares, a través de las cuales se dan a conocer criterios de carácter general, fueron emitidas con fundamento en las disposiciones del propio artículo 16 bis. Estas circulares han sido cuatro, 11-12, 11-11, 11-11 bis y 11-13.

#### **a. Circular 11-12, que establece criterios generales de información privilegiada.**

Esta circular fue publicada en el Diario Oficial el día 18 de enero de 1985. Esta circular establece los hechos y actos que comprende la información privilegiada. Adicionalmente, contiene una elaboración casuística respecto a los hechos y actos que, a juicio de la CNV, son los que podrían presentarse. No consideramos necesario enumerar dichos supuestos por ser abundantes y poco prácticos, ya que no se puede pretender establecer en una sola disposición todos los supuestos que puede abarcar el uso de información privilegiada.

Esta circular establece en su criterio segundo, los casos en que se considera que la información privilegiada se ha divulgado entre el público inversionista, y para estos efectos nos remite a la circular 11-11 publicada en el Diario Oficial el 23 de enero de 1985, la cual en síntesis considera que esta información se considera divulgada cuando se de a conocer a la CNV.

Esta circular quedo sin efectos como consecuencia de las reformas a la LMV en materia de información privilegiada, publicadas en el Diario Oficial El 4 de enero de 1990.

b. **Circular 11-11, relativa a la información que se debe proporcionar a la Comisión Nacional de Valores, al público inversionista y, en su caso, a la Bolsa de Valores.**

Esta circular fue publicada en el Diario Oficial el 23 de enero de 1985. Consta de una sección con Considerandos, una de Disposiciones (la cual esta dividida en tres capítulos) y una más de Artículos Transitorios. En los considerandos se menciona que esta circular tiene por objeto concentrar la información que los emisores de valores inscritos en la sección de Valores del RNVI están obligados a presentar en un mismo cuerpo normativo. También tiene como función, expedir las disposiciones correspondientes a la información de operaciones con valores inscritos en la Sección de Valores de dicho registro en términos del comentado artículo 16 bis de la LMV, con objeto de integrar completamente el régimen jurídico sobre información privilegiada.

En el primer capítulo de Disposiciones, se establece la información económica, contable, jurídica y administrativa que las sociedades emisoras de valores están obligadas a entregar a la CNV, así como los plazos para hacerlo.

El capítulo segundo trata de la información de operaciones con valores inscritos en el RNVI efectuadas por las personas a que se refiere la fracción II del artículo 16 bis. En este capítulo se establecen los plazos y la forma en que se deberá dar a conocer la CNV cualquier operación con valores inscritos en la Sección de Valores del RNVI realizada por cualquier persona que caiga dentro del supuesto del artículo 16 bis.

Las disposiciones de este capítulo son repetitivas del artículo 16 bis y únicamente parecen tener como finalidad que los individuos informen a la CNV, bajo protesta de decir verdad, de las operaciones que realicen en un trimestre con valores emitidos por la sociedad con que se encuentren vinculados. Además, la disposición sexta de este capítulo repite el error del artículo 16 bis al obligar en un primer término a los funcionarios de la SHCP, de la CNV y a aquellos funcionarios que se encuentren relacionados directamente con el mercado de valores, a informar, bajo protesta de decir verdad, de las operaciones que realicen con valores inscritos en la Sección de Valores del RNVI.

En el siguiente párrafo establece que dichos funcionarios únicamente pueden invertir en acciones inscritas en el citado registro, mediante fideicomisos creados para ese propósito o en acciones de sociedades de inversión.

La disposición octava de este capítulo establece que la CNV podrá disponer la publicación en los boletines de la bolsa correspondiente, de las operaciones

realizadas por las personas a que se refiere el artículo 16 bis, cuando su monto represente un volumen significativo respecto del total de las operaciones concertadas con los valores de una sociedad emisora.

El Capítulo Tercero contiene "*Disposiciones Complementarias*". En este capítulo aparece una de las disposiciones más importantes de esta circular, la disposición décima. En esta disposición se establece que las emisoras están obligadas a divulgar entre el público inversionista la información privilegiada a que se refiere el artículo 16 bis de la LMV, y a los criterios que emita la propia CNV.

La disposición que comentamos considera que dicha información se revela al público inversionista al momento de ser entregada a la CNV y a la bolsa de valores respectiva. Lo anterior nos parece incorrecto, ya que esta disposición se aparta del espíritu de la normatividad que pretende evitar el uso indebido de información privilegiada, toda vez que dicha normatividad pretende proteger los intereses del público. En congruencia con lo anterior, es el público inversionista el legítimo destinatario de esta información.

Debido a la pésima redacción del primer párrafo de esta disposición no queda claro el plazo para entregar la información, ya que esta disposición dice a la letra "..., proporcionando la información privilegiada respectiva a la Comisión Nacional de Valores y a la bolsa de valores en que se operen los valores emitidos por dichas sociedades, a más tardar el tercer día, o si éste no lo fuera, el día hábil siguiente del que tengan conocimiento de la citada información." No entendemos que es lo que se quiso decir en las últimas líneas de esta disposición, pero de cualquier manera un plazo de tres días para dar aviso de una información importante que es susceptible de afectar el precio de los valores de un determinado emisor nos parece un exceso de tiempo. En tres días, se tiene oportunidad de realizar un gran número de operaciones. La información debe darse a conocer inmediatamente después del momento en que se tenga conocimiento de la misma (i.e. al día hábil siguiente de que se tenga conocimiento de dicha información).

Sobre este particular es preciso comentar que el emisor o la persona que obtiene la información únicamente debe estar obligado a hacerla del conocimiento del público cuando como resultado de dicha revelación no incumpla con un disposición legal, reglamentaria o contractual, o cuando como resultado de dicha revelación no se viole ninguna obligación de confidencialidad, discreción o algún deber fiduciario.

Esta circular quedo sin efectos parcialmente como consecuencia de las reformas a la LMV en materia de uso de información privilegiada publicadas en el D.O. El 4 de enero de 1990.

La CNV emitió además otras circulares las cuales tienen como propósito regular las características de la información que debe proporcionarse a la CNV a las bolsas de valores y al público inversionistas, estas circulares fueron la Circular 11-11 bis (publicada en el Diario Oficial el día 13 de junio de 1985) y la Circular 11-13 (publicada en el Diario Oficial el día 8 de octubre de 1986). El contenido de estas circulares es irrelevante para nuestro estudio por lo que no realizaremos mayor comentario.

### **3.2.3. Decreto de fecha 28 de diciembre de 1989 por el cual se adicionaron los artículos 16 bis a 16 bis 8 de la Ley del Mercado de Valores.**

La reglamentación aplicable al uso de información privilegiada fue reformada en su totalidad con la publicación del Decreto de Adiciones y Reformas a la Ley del Mercado de Valores el 4 de enero de 1990. Estas reformas incluyeron un nuevo texto del artículo 16 bis, y la adición de los artículos 16 bis 1 a 16 bis 8. Esta reforma muestra un mayor conocimiento del tema por parte del legislador, y aún cuando este nuevo articulado contiene imprecisiones, en general es más atinado que la reglamentación que hasta ese momento era aplicable. Esta reforma dejó sin vigor a todas las disposiciones existentes hasta ese momento en materia de uso de información privilegiada (incluyendo las circulares de la CNV que analizamos en el apartado anterior).

A continuación transcribiremos el texto de cada uno de dichos artículos para analizarlos a detalle.

*"Art. 16 bis.- Las personas que tengan información privilegiada relativa a una sociedad emisora de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, deberán abstenerse de realizar operaciones en beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad, mientras la citada información tenga el carácter indicado.*

*Se entiende por información privilegiada la que proceda del emisor y a la cual el público no tenga acceso, cuyo conocimiento por este pueda influir en los precios de los valores emitidos por la misma sociedad u otra.*

*La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a propuesta de la Comisión Nacional de Valores, expedirá las disposiciones y criterios relativos a este artículo."*

En relación a este artículo podemos hacer los siguientes comentarios:

i) La prohibición de utilizar información privilegiada se extiende a cualquier persona y no nada más a aquellas personas que tienen un vínculo directo con el emisor. Esto consideramos que es un gran acierto ya que se amplía la base de sujetos activos, y se evita la fácil forma de violar la prohibición de uso de información privilegiada por personas que no se encuentran directamente vinculados con la sociedad emisora.

Es importante mencionar que al igual que el artículo 16 bis anterior, la única obligación que se impone a los "insiders" es la de "...abstenerse de efectuar operaciones en beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad...", es decir, no está prohibido el comunicar la información privilegiada a una tercera persona ("tipping"). Aún cuando de conformidad con las disposiciones de este artículo, un "tippee" o "informado" debe abstenerse de utilizar dicha información en beneficio propio o de terceros, no hay forma de establecer responsabilidad sobre el "tipper" original bajo las leyes de valores, sin embargo, se pueden establecer sanciones sobre un "tipper" con base en las disposiciones civiles y penales que resulten aplicables. Es decir, bajo las disposiciones de la LMV no hay forma de castigar a la persona que incumplió con un deber de discreción frente al emisor o que obtuvo la información incidentalmente pero por el carácter de confidencial de la información no debió haberla revelado.

También es pertinente mencionar en este punto que de conformidad con el texto de este artículo la información privilegiada únicamente se puede utilizar "en beneficio propio o de terceros", omitiendo mencionar que es muy común que la información privilegiada se utilice para evitar un perjuicio. Se podría argüir en este punto que el "evitarse un perjuicio" constituye "obtener un beneficio", o dicho de otra forma, "todo lo que no es pérdida, es ganancia". Como se verá más adelante el no incluir las palabras "evitar un perjuicio" puede influir de forma importante sobre todo al momento de imponer sanciones por las infracciones a las disposiciones de uso de información privilegiada. Aunque el término se utiliza en sentido amplio puede conducir a ambigüedades, por lo que la legislación debería ser más clara a este respecto.

Quisiéramos resaltar el hecho de que, a nuestro juicio, la prohibición contenida en este artículo, implica que pueden ser sujetos de información privilegiada tanto personas físicas como personas morales. A reserva de que nosotros más adelante propondremos el que esta circunstancia quede reflejada de manera más clara en la ley, consideramos que el día de hoy se podría iniciar un



procedimiento en contra de una casa de bolsa o de un emisor por uso de información privilegiada. La circular 11-16 de fecha 22 de agosto de 1990, en su disposición SEXTA expresamente sujeta a los términos de este artículo a las sociedades que compren o vendan sus propios valores bajo los términos del artículo 14 bis de la LMV. Esta circular, a nuestro parecer, no rebasa las disposiciones de la ley, toda vez que la ley es muy genérica al hablar de "personas", término que abarca tanto a personas físicas como a personas morales.

ii) El segundo párrafo de este artículo contiene una nueva definición de lo que se debe entender por información privilegiada. Esta definición es más amplia que la anterior, sin embargo, a nuestro modo de ver, tiene tres errores. El primero consiste en no hacer referencia a información acerca del mercado en general, cuya importancia pudiera afectar el precio de los valores de un determinado emisor o de un grupo de emisores, ya que según esta definición, información privilegiada es únicamente aquella que "proceda del emisor". Rodolfo León León<sup>80</sup> comenta respecto de esta definición lo siguiente "No puede por tanto considerarse como información privilegiada, el conocimiento de hechos trascendentes que sean ajenos al emisor, como pudiera ser una devaluación monetaria, el descubrimiento de algún yacimiento mineral que afecte sensiblemente un mercado, la ocurrencia de algún siniestro en las cosechas, etc."

El segundo error que encontramos en esta definición es que deja sin resolver el problema de cuándo se considera que el público ha tenido acceso a la información. Como lo expresamos anteriormente, consideramos que el público tiene acceso a la información al momento que esta se publica en periódicos de amplia circulación o se da a conocer a través de algún medio de comunicación masiva.

Esta definición es imprecisa al señalar que el conocimiento de la información de que se trata, pueda influir en los precios de los valores emitidos por la sociedad emisora, o por otra. El conocimiento de la información por sí solo no influye en los precios de los valores, lo que sí influye en el precio de los valores es la propia información una vez hecha del conocimiento del público en general.

Por último cabe mencionar que el tercer párrafo de este artículo hizo cuestionable la aplicación práctica del mismo al señalar que la SHCP, a propuesta de la CNV esta facultada a "expedir disposiciones y criterios relativos a este artículo". En primer lugar, repetimos nuestro comentario respecto a este mismo tema cuando analizamos el antiguo artículo 16 bis, no se puede dejar un tema tan importante en manos de simples "criterios". Este párrafo contiene la innovación de que es la Secretaría de Hacienda y no la CNV la que emitirá los criterios.

<sup>80</sup> León León, Rodolfo, Op. Cit. pág. 11.

Adicionalmente, nos permitimos citar a Rodolfo León León que sobre este tercer párrafo del artículo 16 bis opina lo siguiente:

*"¿Querrá decir este agregado que a través de disposiciones (debe entenderse de carácter general aunque no lo dice la Ley) y "criterios", termino ajeno a la normatividad, podrá determinarse la conducta que se considera violatoria de la Ley y como consecuencia sancionable de acuerdo a la misma?*

*¿Será legítimo en nuestro sistema jurídico la integración de una norma prohibitiva a través de "criterios"?*

*Hasta la fecha no se han emitido las disposiciones y criterios a que se hace mención. ¿La anterior implica que no puede aplicarse el precepto legal por falta de estas precisiones? Y en caso de que existan ¿no resultará altamente impugnada la sanción que se imponga por una conducta definida en "criterios" de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público?."*<sup>81</sup>

En todo el tiempo que estuvo vigente esta legislación, las mencionadas disposiciones y criterios nunca fueron publicadas y no tenemos conocimiento de la existencia de acción alguna con fundamento en las disposiciones de este artículo.

*"Art. 16 bis 1.- Para los efectos de esta ley se presume que pueden tener acceso a información privilegiada relativa a las emisoras de que se trate:*

*I. Los administradores, directivos, gerentes, factores, comisarios y secretarios de órganos colegiados de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de valores e Intermediarios;*

*II. Los accionistas de las indicadas sociedades que detentan el control del diez por ciento o más de acciones representativas de su capital social;*

*III. Los prestadores de servicios independientes a dichas sociedades y sus asesores en general, así como los factores de las empresas y negocios de publicidad e impresión, cuando haya participado, asesorado o colaborado con una sociedad emisora, en cualquier evento que pueda influir en los precios de cotización de los valores emitidos por dicha sociedad;*

<sup>81</sup> León León, Rodolfo, Op. Cit. pág. 14.

*IV. Los accionistas que detenten el control del diez por ciento o más del capital social de las casas de bolsa y de los especialistas bursátiles, así como los administradores de ambos y de las sociedades operadoras de sociedades de inversión, cuando se ubiquen en cualquiera de los casos previstos en las fracciones I a III respecto de sociedades emisoras, y*

*V. Los administradores de las bolsas de valores y de las instituciones para el depósito de valores, cuando se ubiquen en cualquiera de los casos previstos en las fracciones I a III respecto de sociedades emisoras.*

*Las personas a que se refiere la fracción II de este artículo, deberán informar a la Comisión Nacional de Valores respecto de las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, que impliquen la adquisición o pérdida de control de acciones que representen diez por ciento o más del capital de la sociedad de que se trate, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha en que dichos eventos se produzcan."*

Con respecto al texto de este artículo, realizaremos las siguientes críticas :

i) Este artículo contiene un catálogo de personas de las cuales se presume que pueden tener acceso a información privilegiada. Como primer comentario, podemos señalar que este artículo no precisa el tipo de presunción ante la que nos encontramos, "juris tantum" o "jure et de jure". Consideramos que la intención del legislador al redactar el texto de este artículo fue hacer de esta presunción una presunción "juris tantum", porque se debe admitir prueba en contrario para demostrar que no se encontraba en posesión de información privilegiada. En todo caso, consideramos que este artículo adolece de técnica jurídica al no dejar clara esta situación.

ii) En segundo lugar, repetimos lo señalado a lo largo de este estudio, consideramos ocioso realizar una enumeración de las personas que se "presumen" pueden tener acceso a información privilegiada, toda vez que cualquier persona (incluyendo un abogado, contador, etc.) puede tener acceso a información privilegiada.

iii) Consideramos lógico el que se incluya a las personas enumeradas en las fracciones I a IV (salvo por el caso de consejeros de casas de bolsa y especialistas bursátiles) de este artículo, sin embargo, no nos explicamos la razón de incluir las

últimas líneas de las fracciones IV y V, "... cuando se ubiquen en cualquiera de los casos previstos en las fracciones I a III respecto de sociedades emisoras". Estas últimas palabras nos conducen a pensar que solo se presumirá que los accionistas de casas de bolsa que detenten más del 10% del capital o los administradores de las bolsas de valores o de las instituciones para el depósito de valores tendrán acceso a información privilegiada cuando se encuentren en los supuestos de las fracciones I a III.

Es decir, cuando además sean administradores, gerentes, factores, prestadores de servicios independientes, etc. de la sociedad de que se trate. Lo anterior nos parece absurdo, porque las primeras tres fracciones de este artículo contienen disposiciones generales, es decir, incluyen a todas las personas que están dentro de dichos supuestos, sin importar si son accionistas de casas de bolsa o administradores de las bolsas de valores. Adicionalmente, consideramos que debe existir la presunción incondicional de que las personas incluidas en las fracciones IV y V pueden tener acceso a información privilegiada, por lo que deberían estar incluidas en las disposiciones del Artículo 16 bis 7.

iii) Con una clara influencia de la Sección 16(b) del "Securities Act", se incluyó el último párrafo de este artículo (mismo que ya existía en el anterior artículo 16 bis); sin embargo, en este caso, se incluye una novedad, que es el plazo de diez días hábiles para informar a la CNV de las operaciones que se realicen estando en el supuesto de este párrafo. Pensamos que la razón del legislador para incluir este párrafo fue exclusivamente dar más transparencia a las operaciones en el mercado.

iv) Este artículo no tiene existencia por sí solo, está íntimamente ligado con el artículo 16 bis 2 que a continuación analizaremos. Por las razones que abajo expresaremos, consideramos que este artículo y el siguiente deberían ser uno solo y no dos por separado.

*"Art. 16 bis 2.- Las personas a que se refiere el artículo anterior, sin perjuicio de lo dispuesto por el artículo 16 bis, se abstendrán de realizar directamente o a través de interpósita persona, la adquisición de cualquier clase de valores emitidos con la sociedad con la que se encuentren relacionados en virtud de su cargo o vínculo, durante un plazo de tres meses contado a partir de la última enajenación que hayan realizado respecto de cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad. Igual abstención deberá observarse cuando se trate de la enajenación y posterior adquisición de valores emitidos por la sociedad de que se trate.*

últimas líneas de las fracciones IV y V, "... cuando se ubiquen en cualquiera de los casos previstos en las fracciones I a III respecto de sociedades emisoras". Estas últimas palabras nos conducen a pensar que solo se presumirá que los accionistas de casas de bolsa que detenten más del 10% del capital o los administradores de las bolsas de valores o de las instituciones para el depósito de valores tendrán acceso a información privilegiada cuando se encuentren en los supuestos de las fracciones I a III.

Es decir, cuando además sean administradores, gerentes, factores, prestadores de servicios independientes, etc. de la sociedad de que se trate. Lo anterior nos parece absurdo, porque las primeras tres fracciones de este artículo contienen disposiciones generales, es decir, incluyen a todas las personas que están dentro de dichos supuestos, sin importar si son accionistas de casas de bolsa o administradores de las bolsas de valores. Adicionalmente, consideramos que debe existir la presunción incondicional de que las personas incluidas en las fracciones IV y V pueden tener acceso a información privilegiada, por lo que deberían estar incluidas en las disposiciones del Artículo 16 bis 7.

iii) Con una clara influencia de la Sección 16(b) del "Securities Act", se incluyó el último párrafo de este artículo (mismo que ya existía en el anterior artículo 16 bis); sin embargo, en este caso, se incluye una novedad, que es el plazo de diez días hábiles para informar a la CNV de las operaciones que se realicen estando en el supuesto de este párrafo. Pensamos que la razón del legislador para incluir este párrafo fue exclusivamente dar más transparencia a las operaciones en el mercado.

iv) Este artículo no tiene existencia por sí solo, está íntimamente ligado con el artículo 16 bis 2 que a continuación analizaremos. Por las razones que abajo expresaremos, consideramos que este artículo y el siguiente deberían ser uno solo y no dos por separado.

*"Art. 16 bis 2.- Las personas a que se refiere el artículo anterior, sin perjuicio de lo dispuesto por el artículo 16 bis, se abstendrán de realizar directamente o a través de interpósita persona, la adquisición de cualquier clase de valores emitidos con la sociedad con la que se encuentren relacionados en virtud de su cargo o vínculo, durante un plazo de tres meses contado a partir de la última enajenación que hayan realizado respecto de cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad. Igual abstención deberá observarse cuando se trate de la enajenación y posterior adquisición de valores emitidos por la sociedad de que se trate.*

*Lo dispuesto en este artículo no será aplicable a las operaciones con valores que realicen las sociedades de inversión, las instituciones de crédito, así como las instituciones de seguros y fianzas”.*

En relación con el texto de este artículo haremos las siguientes observaciones:

i) En primer lugar debemos decir que con gran acierto, estableció el legislador la prohibición para las personas enumeradas en el artículo 16 bis 1 de realizar en un período de tres meses dos operaciones contrarias, una de compra y una de venta, o viceversa, con valores emitidos por la sociedad con la que se encuentren relacionados en virtud de su encargo. También es importante resaltar la adición de las palabras “a través de interpósita persona”, lo que evita que se realicen este tipo de operaciones por medio del cónyuge o por medio de compañías especialmente creadas para esos propósitos.

ii) Es importante analizar la intención del legislador al incluir esta prohibición de realizar operaciones en el plazo de tres meses. Rodolfo León León señala que con esta prohibición la ley evita “...que se inicien procedimientos de comprobación del uso de información privilegiada, y simplemente, durante tres meses, período en que las emisoras deben rendir información a la Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa de Valores, las personas indicadas deben abstenerse de operar compras o ventas con títulos de cualquier clase, accionarios o del mercado de dinero, emitidos por las sociedades a que se encuentren ligados”. Consideramos que este fue uno de los motivos que llevaron al legislador a incluir este artículo. Cabe señalar que, generalmente, la imposición de una sanción por la infracción a las disposiciones de este artículo no implicará que el sujeto realizó operaciones con información privilegiada, sino que simplemente realizó operaciones dentro del plazo prohibido. Inclusive la sanción aplicable es distinta que la que se establece para aquellos que realizaron operaciones con información privilegiada.

La segunda razón, a nuestro juicio es mucho más importante que la primera. Esta consiste en quitar oportunidad a los “insiders” que menciona el artículo 16 bis 1 de realizar operaciones con información privilegiada. Es muy probable que a una de estas personas se le presente la oportunidad de realizar una operación con información privilegiada dentro de este período de tres meses, y que pierda la oportunidad de realizarla por esperar a que llegue el plazo en que este legalmente autorizado a comprar o vender títulos. Si realiza la operación dentro del período prohibido, probablemente pueda demostrar que la hizo sin conocimiento de información privilegiada (no olvidemos que estamos frente a una presunción “*juris tantum*”), pero no se podrá escapar de la sanción por la violación a las

disposiciones del artículo 16 bis 2, toda vez que estamos frente a un hecho incontrovertible.

Sobre este particular nos permitimos transcribir las palabras que expresa José Luis de Labra Madrazo "Además, se establece el término de 3 meses contados a partir de la última enajenación para abstenerse de realizar directamente algún tipo de adquisición de valores emitidos por una sociedad con la que se encuentren relacionados, aunque, sin menoscabo de considerar que es ridículo establecer dicho plazo en tanto que podría presentarse el supuesto que una persona adquiriera valores en base a información privilegiada y espera a que transcurran los tres meses para realizar operaciones sin encuadrarse en el supuesto previsto en el artículo 16 bis 2".<sup>82</sup>

No coincidimos con las palabras de este autor. No olvidemos que este artículo y el artículo 16 bis regulan dos situaciones distintas, el primero prohíbe a ciertas personas realizar en un período de tres meses dos operaciones contrarias, una de compra y una de venta, o viceversa, con valores emitidos por la sociedad con la que se encuentren relacionados, el segundo artículo prohíbe el uso de información privilegiada en general. Un artículo no excluye al otro, es decir se puede sancionar a una persona por violaciones a ambos artículos. El artículo 16 bis 2 simplemente establece una prohibición general para que, durante un período razonable de tiempo no se realicen compras y ventas de títulos de una emisora, por las personas directamente vinculadas con ella.

iii) Por lo que respecta al segundo párrafo de este artículo, consideramos poco probable que una sociedad de inversión, institución de crédito o institución de seguros y fianzas pueda caer dentro de los supuestos del artículo 16 bis 1. Aún cuando este tipo de entidades se encontrara en alguno de los supuestos de dicho artículo (lo cual ya dijimos es poco probable), pensamos que la razón para otorgarles este beneficio es dar una mayor liquidez al mercado, dándole mayor flexibilidad a los inversionistas institucionales para que realicen operaciones.

*"Art. 16 bis 3.- La Comisión Nacional de Valores estará facultada para investigar presuntas infracciones a lo dispuesto en los artículos 16 bis y 16 bis 2".*

Por lo que respecta a este artículo solo comentaremos que consideramos acertado el que sea la CNV la autoridad administrativa facultada para investigar infracciones a los artículos que prohíben el uso de información privilegiada. Sin embargo, y por las razones que más adelante expresaremos, consideramos que la facultad de la CNV se debe limitar a eso, investigar las presuntas infracciones, para

<sup>82</sup> Labra Madrazo, José Luis, Op. Cit. pág. 117.

de esa forma poder allegar al juez los elementos necesarios para que sea éste el que emita una resolución. Consideramos a la CNV como la entidad natural, en su calidad de reguladora del mercado de valores para realizar estas investigaciones.

*"Art. 16 bis 4.- Las infracciones a lo dispuesto por los artículos 16 bis y 16 bis 2, darán lugar a:*

*I. Tratándose del artículo 16 bis, a la imposición de una multa administrativa a la persona indebidamente informada privilegiada, que será aplicada por la Comisión Nacional de Valores, hasta por el importe de dos veces el beneficio obtenido en la operación de que se trate, más la cantidad que resulte de aplicar a dicho beneficio una tasa igual a la del rendimiento promedio aritmético que hayan generado las acciones de sociedades de inversión de renta fija, durante los seis meses anteriores a la fecha de la operación, y*

*II. Tratándose del artículo 16 bis 2, a la imposición de una multa administrativa a la persona que haya realizado la operación indebida, que será aplicada por la Comisión Nacional de Valores, hasta por el monto del beneficio obtenido. En caso de no existir beneficio, la multa será por el importe de 200 a 3,000 veces el salario mínimo general vigente en el Distrito Federal, según la gravedad de la infracción, a juicio de la Comisión Nacional de Valores. La multa establecida en esta fracción se aplicará conjuntamente con la prevista en la fracción I, cuando se infrinjan ambos preceptos.*

*Sin perjuicio de lo establecido en la fracción I, la parte afectada, en su caso, podrá demandar ante los tribunales competentes la indemnización correspondiente, que no podrá exceder de dos veces el importe del beneficio obtenido, sin que la infracción de lugar a la nulidad de la operación celebrada.*

*La Comisión Nacional de Valores sólo estará obligada ante la autoridad judicial a rendir los informes que le solicite en casos concretos".*

En lo que atañe a este artículo apuntaremos lo siguientes:

i) Respecto a las sanciones que se establecen, podemos apreciar una mala redacción en cuanto no se señala la manera en que se determinará el rendimiento promedio aritmético que hayan generado las acciones de sociedades de inversión de renta fija. Es decir no se establece si se determinará en base a un saldo con



promedio ponderado a un saldo con promedio simple. Adicionalmente, no se establece en base al rendimiento de las acciones de que sociedades de inversión se determinará el promedio.

ii) Consideramos que no es apropiado que sea la CNV la que aplique las sanciones previstas en este artículo. Pensamos que debería de ser la autoridad judicial la que aplicara las sanciones. Va en contra de los principios fundamentales del procedimiento el que la autoridad sea juez y parte en el mismo. Nos parece un abuso el que la CNV imponga la sanción y que se ventile ante ella el procedimiento establecido en el artículo 16 bis 5.

iii) Tanto en la fracción I como en la fracción II de este se establece como base para la aplicación de la sanción el "monto del beneficio obtenido", olvidándose por completo que el uso de información privilegiada frecuentemente implica el evitar un perjuicio. Por lo que esta circunstancia debería estar reflejada en el texto del artículo.

iv) Consideramos que es incorrecta la redacción de este artículo en cuanto que deja al arbitrio de la CNV el monto de la sanción aplicable a los infractores de los artículos 16 bis 2. Lo correcto sería establecer un criterio para que la CNV determinara el monto de la sanción, una disposición de esta índole crea inseguridad jurídica. La CNV no goza de facultades omnímodas para imponer las multas, en todo caso debe fundar y motivar la razón de su proceder, así como el criterio para imponer el mínimo o el máximo señalado. En caso contrario, se estaría violando las disposiciones del artículo 16 constitucional. La siguiente jurisprudencia respalda nuestros comentarios:

*"MULTAS, ARBITRIO DE LAS AUTORIDADES PARA IMPONERLAS ENTRE EL MINIMO Y EL MAXIMO PERMITIDO POR LA LEY. DEBE RAZONARSE. Las autoridades administrativas pueden cuantificar las multas que correspondan a las infracciones cometidas y, al hacerlo, gozan de plena autonomía para fijar el monto que su amplio arbitrio estime justo dentro de los límites señalados en la ley; empero, al determinar la sanción, deben expresar pormenorizadamente los motivos que tengan para fijar la cuantía de la multa, para lo cual hay que atender a las peculiaridades del caso y a los hechos generadores de la infracción, y explicar como influyeron en su ánimo para detener dicho arbitrio en cierto punto entre el mínimo y el máximo en que oscila la multa permitida por la ley.*

SEGUNDO TRIBUNAL COLEGIADO EN MATERIA ADMINISTRATIVA  
DEL PRIMER CIRCUITO.

*Amparo en revisión 1662/86.- Selma Meyer de Baza.- 29 de mayo de 1987. Unanimidad de votos. Ponente: Guillermo I. Ortiz Mayagoitia.- Secretario: Cuauhtémoc Carlock Sánchez.*

*Amparo directo 1236/87.- Triturados Basálticos y Derivados, S.A.- 26 de noviembre de 1987. Unanimidad de votos. Ponente: Guillermo I. Ortiz Mayagoitia. Secretario: Francisco Paniagua Amézquita.*

*FUNDAMENTACION Y MOTIVACION. De acuerdo con el artículo 16 de la Constitución Federal todo acto de autoridad debe estar adecuado y suficientemente fundado y motivado, entendiéndose por lo primero que ha de expresarse con precisión el precepto legal aplicable al caso y, por lo segundo, que deben señalarse, con decisión, las circunstancias especiales, razones particulares o causas inmediatas que se hayan tenido en consideración para la emisión del acto; siendo necesario, además que exista adecuación entre los motivos aducidos y las normas aplicables, es decir, que en el caso concreto se configuren las hipótesis normativas.*

*Amparo en revisión 8280/1967. Augusto Vallejo Olivo. Junio 24 de 1968. 5 votos. Ponente: Mtro. José Rivera Campos.*

*Amparo en revisión 9598/1967. Oscar Leonel Velasco Casas. Julio 1 de 1968. 5 votos. Ponente: Mtro. Alberto Orozco Romero.*

*Amparo en revisión 7258/1967. Comisario Ejidal del Poblado de San Lorenzo de Tezonco, Ixtapalapa, D.F. y otros. Julio 24 de 1968. 5 votos. Ponente: Mtro. Pedro Guerrero Martínez.*

*Amparo en revisión 3713/1969. Elias Chahin. Febrero 20 de 1970. 5 votos. Ponente: Mtro. Pedro Guerrero Martínez.*

*Amparo en revisión 4115/1968. Emeterio Rodríguez Romero y Coags. Abril 26 de 1971. 5 votos. Ponente: Mtro. Jorge Saracho Alvarez."*

*JURISPRUDENCIA 2a. SALA. Informe 1973, pág. 18."*

v) El último párrafo de este artículo le otorga a los particulares la acción para demandar ante los tribunales competentes la indemnización correspondiente. Está por demás señalar que la redacción de este párrafo es vaga. Deja a la imaginación del lector el determinar cuales son los tribunales competentes y cual es la

indemnización correspondiente. Sobre el primer punto, y con el afán de no ser repetitivos, remitiremos al lector a nuestro comentario sobre este particular al analizar el antiguo artículo 16 bis. En este párrafo se le otorga al agraviado la facultad de iniciar ante los "tribunales competentes" una acción reclamando el pago de daños y perjuicios. La ley impone un "techo" a la parte perjudicada equivalente a dos veces el importe del beneficio obtenido.

*"Art. 16 bis 5. El procedimiento administrativo de la Comisión Nacional de Valores en cuanto a la imposición de las multas previstas en el artículo anterior, su sujeta a las siguientes normas:*

*I. La Comisión Nacional de Valores oirá previa audiencia al presunto infractor, quien en un plazo de quince días hábiles a partir de la notificación correspondiente deberá manifestar lo que a su interés convenga, y*

*II. La Comisión Nacional de Valores, de constatar las infracciones, impondrá la multa administrativa correspondiente".*

i) Como ya lo expresamos con anterioridad, consideramos que no es conveniente dejar en manos de la CNV la facultad de imponer sanciones sobre los infractores de las disposiciones relacionadas con el uso de información privilegiada. Repetimos nuestro punto de vista en el sentido de que la CNV no puede ser juez y parte en un procedimiento. Por una parte, la CNV estaría acusando a una persona de cometer infracciones a la LMV y por la otra la estaría juzgando por dicha infracción. No olvidemos que de conformidad con el artículo 40 de la LMV la CNV tiene el mandato de vigilar la debida observancia de dicho ordenamiento. Por lo anterior, proponemos que sea un órgano imparcial, ajeno a la autoridad de la CNV el que decida si efectivamente se cometieron violaciones a la LMV. Consideramos que la función de la CNV se debe limitar a proporcionar al juzgador los elementos necesarios para que éste último emita un fallo apegado a derecho.

ii) No es posible agotar la garantía de audiencia con tan solo las dos fracciones del artículo que acabamos de transcribir. Consideramos muy importante el que el legislador haya incluido este artículo y respete la garantía de audiencia, sin embargo, pensamos que el contenido del artículo es muy pobre. A continuación, nos permitimos citar las acertadas palabras de José Luis de Labra las cuales están contenidas en la página 131 de su citada obra:

*"...a) Sin perjuicio de lo expresado a propósito de la garantía de audiencia que debe ser respetada por las autoridades administrativas..., es menester traer a colación las palabras de Gabino Fraga, que en la*

página 262 de la obra ya citada se expresa como sigue respecto de la garantía de audiencia:

*"... 1.- que el afectado tenga conocimiento de la iniciación del procedimiento, del contenido de la cuestión que va a debatirse y de las consecuencias que se producirán en caso de prosperar la acción intentada y que se le de la oportunidad de presentar sus defensas; 2.- que se organice un sistema de aprobación en forma tal que quien sostenga una cosa la demuestre, y quien sostenga la contraria pueda también comprobar su veracidad; 3.- que cuando se agote la tramitación, se de oportunidad a los interesados para presentar alegaciones, y 4.- por último, que el procedimiento concluya con una resolución que decida sobre las cuestiones debatidas y que, al mismo tiempo, fije la forma de cumplirse."*

Creemos que después de esto, poco se puede agregar sobre la garantía de audiencia, simplemente cabe señalar que el procedimiento administrativo que plantea la LMV es incompleto y no otorga seguridad jurídica al inculpado, toda vez que no se da el espacio suficiente para rendir sus pruebas, presentar alegatos y para presentar argumentos en su defensa. No podemos pretender agotar un juicio por información privilegiada en espacio de quince días. Pensamos que hay demasiados intereses en juego como para tomar un asunto tan delicado de una manera tan ligera.

*"Art. 16 bis 6.- La acción prevista en el artículo 16 bis 4 de esta ley, prescribirá a los seis meses contados a partir de la fecha en que se realizó la operación correspondiente. En el mismo plazo caducará la facultad de la Comisión Nacional de Valores para imponer las multas establecidas en dicho precepto."*

*Los plazos de prescripción y caducidad establecidos en este artículo se interrumpirán al iniciarse los procedimientos relativos".*

i) Consideramos que con gran acierto el legislador incluyó el texto de este artículo. Una disposición similar ya existía en el texto del derogado artículo 16 bis, refiriéndose al plazo para iniciar la acción de nulidad; sin embargo, dicha disposición, como lo apuntamos en su momento, fue desafortunada al prever que la acción prescribiría seis meses después de la fecha en que se divulgara la información privilegiada. Este artículo dispone que el plazo comienza a correr a partir de la fecha de celebración de la operación. Adicionalmente, impone un plazo similar a la CNV para iniciar su acción, lo cual otorga seguridad jurídica.

ii) Como bien lo señala José Luis de Labra Madrazo en su obra citada, el legislador incurre en un error de técnica en el segundo párrafo de este artículo al señalar que "los plazos de prescripción y caducidad establecidos en este artículo se interrumpen al iniciarse los procedimientos respectivos", toda vez que la caducidad no se interrumpe ni se suspende. De la naturaleza jurídica de esta figura se desprende que, al ejercitarse la acción, esta simplemente no se configura.

*"Art. 16 bis 7.- Solamente podrán invertir en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, por conducto de fideicomisos constituidos para ese único fin en instituciones de crédito, o bien en acciones representativas del capital social de sociedades de inversión, absteniéndose de realizar cualquier otra inversión directa en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro citado, por sí o a través de terceros, las siguientes personas:*

*I.- Los servidores públicos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de las entidades de la administración pública federal por ella coordinadas, cuyas actividades los relacionen directamente con la promoción, regulación y control de mercado de valores, según clasificación que establezca mediante acuerdo dicha Secretaría;*

*II.- Los vocales y secretario de la junta de gobierno de la Comisión Nacional de Valores y los servidores públicos de la misma;*

*III.- Los directivos, empleados, o apoderados para celebrar operaciones con el público y apoderados operadores de las casas de bolsa, especialistas bursátiles y sociedades operadoras de sociedades de inversión, que no tengan el carácter de administradores de dichos intermediarios, y*

*IV.- Los directivos y empleados de las bolsas de valores e instituciones para el depósito de valores.*

*Los servidores públicos que contravengan esta disposición serán sancionados con la destitución del puesto en los términos del capítulo II del título tercero de la Ley Federal de Responsabilidades de los Servidores Públicos.*

*En los demás casos, la infracción a este artículo será sancionada con el veto temporal de tres meses hasta cinco años para desempeñar actividades en el*

mercado de valores que requieran ser autorizadas conforme a esta ley, correspondiendo dictar la resolución a la Comisión Nacional de Valores, previa audiencia del interesado."

i) Pensamos que son atinadas las prevenciones contenidas en este artículo. Sería pertinente recalcar el comentario que realizamos al analizar el texto del derogado artículo 16 bis en cuanto a que los servidores públicos de la SHCP y de las entidades de la administración pública federal por ella coordinadas que estén relacionados indirectamente con el mercado entraran en este supuesto.

ii) También es importante mencionar que no se prohíbe a las personas enumeradas en las fracciones I a IV de este artículo participar en los órganos de decisión de los fideicomisos o sociedades de inversión en que inviertan. Esto, desde nuestro punto de vista, es un grave error. Es muy sencillo para estas personas eludir el supuesto normativo al invertir a placer (y legalmente) a través de éstos mecanismos.

iii) Es importante observar que la fracción tercera establece a *contraria sensu* que los administradores de casas de bolsa, especialistas bursátiles y sociedades operadoras de sociedades de inversión pueden invertir sin restricción alguna en valores inscritos en el RNVI. Pensamos que es injusto que a estas personas se les de un trato preferencial y distinto al de otras personas que se encuentran directamente vinculadas con el mercado, estas personas, a nuestro parecer, no deberían ser excluidas de las disposiciones de este artículo.

*"Art. 16 bis B.- Se exceptúan de lo dispuesto por el artículo 16 bis de esta ley, las operaciones de compraventa de valores realizados conforme a planes de opción de compra de acciones o certificados de aportación patrimonial para empleados y trabajadores de sociedades cuyas acciones estén inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y para empleados y trabajadores de sus subsidiarias, cuando hayan sido previamente aprobadas por una asamblea general de accionistas, o bien por el consejo directivo cuando se trate de sociedades nacionales de crédito. Esta excepción será aplicable siempre que las fechas de adquisición y venta de los valores se encuentren preestablecidas en los planes correspondientes.*

*Tampoco será aplicable lo dispuesto en el artículo 16 bis a las operaciones de compraventa sobre acciones representativas del capital de sociedades de inversión, ni sobre títulos de renta fija a cargo de las instituciones de crédito."*

ESTA PESIS NO DEBE  
VALER DE LA BIBLIOTECA

i) Consideramos que la inclusión de este artículo causa un daño de enormes proporciones al combate al uso de información privilegiada. No nos podemos explicar las razones que tuvo el legislador para incluirlo. El texto de este artículo se contradice con el resto de las disposiciones que pretenden regular el uso de información privilegiada. Este artículo no tiene razón de existir por lo que debería de ser eliminado de la legislación.

ii) En congruencia con las disposiciones de este artículo, es lícito utilizar información privilegiada cuando se trate de operaciones de compraventa de valores realizadas conforme a planes de opción de compra de acciones o certificados de aportación patrimonial para empleados y trabajadores de sociedades con acciones inscritas en el RNVI y para empleados y trabajadores de sus subsidiarias, cuando hayan sido aprobadas por una asamblea general de accionistas, y las fechas de adquisición y venta se encuentren preestablecidas.

Lo anterior, a todas luces nos parece absurdo. Por si esto fuera poco, se está dejando en estado de indefensión a la contraparte de las operaciones de compraventa de valores con información privilegiada, toda vez que la operación no se considera ilegal y por lo tanto no gozaría de la acción prevista en el artículo 16 bis 4.

iii) Es igualmente inexplicable la inclusión del último párrafo de este artículo, toda vez que faculta a cualquier persona a realizar operaciones en beneficio propio o de terceros utilizando información privilegiada siempre y cuando lo realice con acciones de sociedades de inversión o valores de renta fija emitidos por instituciones de crédito. Esto nos parece muy grave, sobre todo tratándose de acciones de sociedades de inversión comunes. No estamos de acuerdo con la excepción respecto a títulos de renta fija emitidos por instituciones de crédito.

Reconocemos que las instituciones de crédito están sujetas a una reglamentación muy especial y que su situación financiera es muy vigilada por las distintas autoridades que las supervisan, sin embargo, aún cuando estas instituciones tengan que pasar por muchos filtros previos a la emisión de algún instrumento de renta fija en el mercado de valores, a nuestro parecer el mercado secundario que se pueda desarrollar sobre dichos instrumentos debe a todas luces estar protegido por las disposiciones que prohíben el uso indebido de información privilegiada.

No olvidemos que lo que se debe prevenir con el combate al uso de información privilegiada en la compra o venta de estos instrumentos lejos de restarles liquidez, los hace aún más líquidos toda vez que los participantes en este

tipo de operaciones al menos tienen la certeza de que están protegidos por la ley al momento de realizar su operación.

Además, esta excepción contradice el enunciado general del artículo 16 bis, ya que este artículo prohíbe el uso de información privilegiada respecto de cualquier clase de valor esto incluye instrumentos de deuda, de capital y desde nuestro punto de vista, también derivados financieros.

Aquí concluye nuestro análisis de la evolución legislativa en nuestro país en materia de uso de información privilegiada. Como podemos observar, la reglamentación de este fenómeno se ha desarrollado casi exclusivamente a través de actividad legislativa, dejando a un lado a la interpretación judicial. Es evidente la poca participación e interés por parte de los intermediarios financieros, de los emisores y de la bolsa de valores en el combate de este problema. Sin embargo, hemos observado un creciente interés de las autoridades reguladoras como la CNV (al menos en el papel) por prevenir y controlar el uso indebido de este tipo de información.

### **3.3. LA LEGISLACION ACTUAL SOBRE LA INFORMACION PRIVILEGIADA.**

#### **3.3.1. Introducción.**

Con fecha 23 de julio de 1993, se publicaron en el Diario Oficial de la Federación importantes reformas que surgieron del proceso de globalización de la economía de México y de la internacionalización del mercado bursátil. Las reformas a la LMV publicadas en el Diario Oficial el 23 de julio de 1993 y el 23 de diciembre del mismo año, que modifican de manera importante la estructura de nuestro mercado de valores, no sólo en materia de uso de información privilegiada, sino también en otros aspectos tales como la creación de un sistema internacional de cotizaciones.

A lo largo del sexenio anterior se dio un flujo de inversión extranjera difícilmente igualable para los próximos años, más la adopción del Tratado de Libre Comercio, permitió la entrada de casa de bolsa, bancos y organismos financieros del exterior, aunque no se ha reflejado lo que se esperaba, consideramos que una vez superada la crisis serán más benéficas las reformas legislativas definidas. Y es de fundamental importancia realizar una reforma legislativa para que el mercado de valores de México se realicen operaciones más transparentes, porque de lo contrario podría acarrear un desprestigio internacional



si se llega a realizar un caso de información privilegiada en el que se afecte un banco o casa de bolsa del extranjero.

Una casa de bolsa o un banco extranjero no espera participar en condiciones de desigualdad respecto de los intermediarios financieros mexicanos. Estas entidades financieras esperan tener una protección similar a la que reciben en su país de origen. En especial, a una importante reforma en cuanto al uso indebido de la información privilegiada.

**a. Decreto de fecha 13 de julio de 1993 por el cual se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores.**

La intervención de la CNBV en los mercados de valores se justifica en el Artículo 3 de la LMV que dice *"La Comisión Nacional de Valores podrá establecer mediante disposiciones de carácter general, las características a la que debe sujetarse la emisión y operación de valores y documentos sujetos al régimen de esta Ley, con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado...."*.

Aunque la Ley no lo establece se puede deducir que una de sus funciones es la correcta formación de precios. La **transparencia** como bien jurídico protegido de esta Ley, ya que establece en el Artículo Quinto que establece *"Toda propaganda o información dirigida al público sobre valores estará sujeta a la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores.....Tales disposiciones estarán dirigidas a procurar la veracidad y claridad de la información que se difunda; coadyuvar al desarrollo sano y equilibrado del mercado de valores, así como evitar una competencia desleal en el sistema financiero."*

En adelante analizaremos las disposiciones que definen y sancionan el uso indebido de información privilegiada y las acciones sometidas al régimen de supervisión de la CNBV.

**INFORMACION PRIVILEGIADA.**

*"ART. 16 Bis.- Para los efectos de esta Ley, se entiende por información privilegiada el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento público."*

*Las personas que dispongan de información privilegiada, deberán abstenerse de efectuar operaciones en beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores cuyo precio pueda ser influido por dicha información, en tanto ésta tenga el carácter indicado."*

i) Nos parece acertado la definición de información privilegiada, ya que se refiere a todos los actos, hechos y acontecimientos, es decir se abarca todo.

Y muy clara la definición, en cuanto a la prohibición de su uso, se incluye cualquier clase de valores cuyo precio pudiera salir afectado.

ii) Sin embargo el apartado no dice cuando la información ha sido hecha del conocimiento del público.

iii) Se elimina la facultad de la SHCP para expedir disposiciones o criterios relativos a dicho artículo. Ahora es la CNBV.

iv) No contempla la información privilegiada que se transmite a terceras personas.

**"ART. 16 bis1 -PERSONAS COMO TENEDORES DE INFORMACION PRIVILEGIADA-**

*I. Los miembros del Consejo de Administración, directivos, gerentes y factores, auditores externos, comisarios y secretarios de órganos colegiados de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.*

*II. Los accionistas de las indicadas sociedades que detenten el control del 10% o más de acciones representativas de su capital social.*

*III. Los miembros del Consejo de Administración, directivos, gerentes y factores de las sociedades que detenten el control del 10% o más del capital social de las sociedades que se ubiquen en el supuesto de la fracción anterior;*

*IV. Los prestadores de servicios independientes a dichas sociedades y sus asesores en general, así como los factores de cualquier empresa o negocio del que haya participado, asesorado o colaborado con una sociedad emisora, en cualquier evento que pueda significar información privilegiada;*

V. Los accionistas que detenten el control del 5% o más del capital social de instituciones de crédito con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;

VI. Los accionistas que detenten el control del 5% o más del capital social de las sociedades controladoras de grupos financieros o de instituciones de crédito, así como quienes detenten el control del 10% o más del capital social de otras entidades financieras, cuando todas ellas forman parte de un mismo grupo financiero y al menos uno de los integrantes sea emisor de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; y

VII. Los miembros del Consejo de Administración de las sociedades controladoras y entidades financieras a que se refiere la fracción anterior.

*Las personas a que se refiere la Fracción II de este artículo, deberán informar a la Comisión Nacional de Valores respecto de las variaciones en el porcentaje de su tendencia accionaria, que implique la adquisición o pérdida de control de acciones que representen 10% o más del capital social de la sociedades de que se trate, dentro de los 10 días hábiles siguientes a la fecha en que dichos eventos se produzcan.\**

i) Se puede destacar el hecho de que se incluye en esta categoría a accionistas de instituciones de crédito que detenten el control del 5% o más de su capital social o del capital de sociedades controladoras de grupos financieros, y a sus consejeros.

ii) Se elimina a los accionistas de casas de bolsa y especialistas bursátiles, así como consejeros y las sociedades operadoras de inversión, administradores del INDEVAL, S.A. de C.V., y estos son potencialmente personas que pueden hacer un uso indebido.

iii) Se incluye a los asesores de las sociedades que también frecuentemente gozan de información privilegiada de las sociedades que asesoran, pero es probable que dichas personas dejen de gozar de esta información o aunque trabajen en dicha sociedad que asesora nunca tenga información, sin embargo, nunca establece la temporalidad.

PROHIBICIONES ESPECIFICAS DERIVADAS DE INFORMACION PRIVILEGIADA.

*"Art. 16 bis 2.- Las personas a que se refiere el artículo anterior, sin perjuicio de lo establecido por el artículo 16 Bis, se abstendrán de realizar directamente o a través de interpósita persona, la adquisición de cualquier clase de valores emitidos por la sociedad con la que se encuentren relacionados en virtud de su encargo o vínculo, durante un plazo de tres meses contados a partir de la última enajenación que hayan realizado respecto de cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad. Igual abstención deberá observarse para la enajenación y última adquisición realizada respecto de cualquier clase de valores emitidos por la sociedad de que se trate.*

*El plazo a que se refiere este artículo no será aplicable a las operaciones con valores que realicen por cuenta propia las casas de bolsa, los especialistas bursátiles, las sociedades de inversión y las instituciones de crédito, de seguros y de finanzas; ni a las operaciones que se realicen sobre títulos emitidos por instituciones de crédito representativos de un pasivo a su cargo, y tampoco a aquellas operaciones que autorice expresamente la Comisión Nacional de Valores, cuando se trate de reestructuraciones corporativas o recomposición de la tenencia accionaria de sociedades respecto de las que los títulos correspondientes se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios".*

i) Este apartado excluye a los inversionistas institucionales por cuenta propia, con el objeto de establecer mayor liquidez en el mercado, con esta reforma se incluye a las casa de bolsa y especialistas bursátiles.

ii) Se establecen dos nuevas excepciones. La primera es respecto de la operaciones que se realicen sobre operaciones sobre instrumentos de deuda emitidos por instituciones de crédito. Esta excepción entendemos que se aplican no solo respecto de las operaciones que realicen las entidades financieras enumeradas al principio de dicho párrafo, sino también de las operaciones del público en general. Sobre esta excepción también nos preguntamos el porque de su existencia, nos encontramos la razón de excluir de las disposiciones del primer párrafo del artículo a los instrumentos de deuda emitidos por instituciones de crédito, ¿por qué no se excluyen también a los instrumentos de deuda emitidos por instituciones de seguros o de fianzas, o a aquellos emitidos por las sociedades que cotizan?

La segunda excepción nos parece más comprensible. Esta se refiere a reestructuraciones corporativas o recomposición de la tenencia accionaria de emisoras con valores inscritos en el RNVI. En este tipo de transacciones es común que se haga un elevado número de transferencias de acciones en períodos reducidos de tiempo dependiendo de la operación. En este caso, se entiende que las operaciones están directamente supervisadas por la CNV y se conoce la identidad de los participantes.

#### **PROCEDIMIENTO PARA LA IMPOSICION DE MULTAS.**

"Art. 16 bis 4.- .....

*I.- Tratándose del artículo 16 Bis, a la imposición de una multa administrativa a la persona que utilizó indebidamente información privilegiada, que será aplicada por la Comisión Nacional de Valores, hasta por el importe de dos veces el importe obtenido del beneficio obtenido en la operación de que se trate, más la cantidad que resulte de aplicar a dicho beneficio una tasa igual al promedio aritmético de los rendimientos que hayan generado las diez sociedades de inversión en instrumentos de deuda con mayor rentabilidad durante los seis meses anteriores a la fecha de la operación.*

*II.- Tratándose del artículo 16 Bis 2, a la imposición de una multa administrativa a la persona que haya realizado la operación indebida, que será aplicada por la Comisión Nacional de Valores, hasta por el monto del beneficio obtenido. En caso de no existir beneficio, la multa será por el importe de 400 a 5,000 días de salario mínimo general vigente en el Distrito Federal, según la gravedad de la infracción, a juicio de la citada Comisión Nacional de Valores. La multa establecida en esta fracción se aplicará conjuntamente con la prevista en la fracción I, cuando se infrinjan ambos preceptos.*

i) Aunque no es del todo claro la manera que saldo el que utilizará, para determinar que promedio aritmético (saldo promedio o ponderable).

ii) Se aumenta el rango de multas.

#### **PRESCRIPCION DE LAS MULTAS Y CADUCIDAD DE INSTANCIA.**

"Art. 16 bis 6.- *La acción prevista en el artículo 16 Bis 4 de esta Ley, prescribirá un año después de la fecha en que se haya realizado la operación correspondiente. En el mismo plazo caducará la facultad*

de la Comisión Nacional de Valores para imponer las multas establecidas en dicho precepto.”

i) Se amplió el plazo en un año para ampliar la prescripción de la acción prevista en el artículo 16bis 4.

#### SUJETOS DE INVERSIONES RESTRINGIDAS

“Art. 16 bis 7.- Solamente podrán invertir en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, por conducto de fideicomisos constituidos para ese único fin en instituciones de crédito y en casas de bolsa, o bien en acciones representativas del capital de sociedades de inversión, absteniéndose de realizar cualquier otra inversión directa en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro citado, por sí o a través de terceros, las siguientes personas.

I y II.- .....

III.- Los directivos, empleados o apoderados para celebrar operaciones con el público y apoderados operadores de las casas de bolsa, especialistas bursátiles y sociedades operadoras de sociedades de inversión, que no sean miembros de su consejo de administración;

IV.- Los directivos y empleados de las sociedades controladoras y entidades financieras a que se refieren las fracciones V y VI del artículo 16 Bis 1 de esta Ley, que no sean miembros de su consejo de administración; y

V.- Los directivos y empleados de las bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, así como los miembros del consejo de administración, directivos y empleados de las instituciones calificadoras de valores.

Las personas a que se refiere este artículo no podrán intervenir en las decisiones de inversión de los fideicomisos que constituyan, debiendo quedar dicha facultad a la determinación exclusiva de la entidad financiera que reciba el encargo.

En los demás casos, la infracción a este artículo será sancionada con el veto temporal de tres meses hasta cinco años para desempeñar actividades en el mercado de valores que requieran ser autorizadas

conforme a esta Ley, correspondiendo dictar la resolución a la Comisión Nacional de Valores, la que además podrá inhabilitar a los responsables para desempeñar un empleo, cargo o comisión dentro del sistema financiero mexicano por el mismo período de tres meses hasta cinco años. Para dictar la resolución correspondiente se otorgará previa audiencia al interesado."

i) Este artículo tiene importantes reformas, y entran a la prohibición directivos y empleados de las sociedades controladoras de grupos financieros y entidades financieras, tales como instituciones de crédito con valores inscritos en el RNVI, también se incluyen a consejeros, directivos y empleados de las agencias calificadoras de valores.

ii) Con gran acierto se establece que las personas enumeradas en este artículo no pueden participar en los órganos de decisión de los fideicomisos que se constituyan para efectos de realizar la inversión. Esta adición representa un gran avance para evitar el uso de información privilegiada a través de mecanismos de pirimidación.

Sin embargo, a nuestro parecer esto no es suficiente ya que se debió además prohibir que actuará como fiduciaria una institución con la cual estén vinculados, lo anterior con el objeto de evitar evidentes conflictos de interés. Adicionalmente, no se prohíbe la participación de las personas incluidas en dicho artículo en los órganos de administración de las sociedades de inversión en las cuales se inviertan: Pensamos que la redacción del párrafo debería ser genérica y tener como espíritu el evitar que estas personas intervengan en las decisiones de compra o venta de la sociedad o fideicomiso de que se trate.

iii) Por último se amplía la sanción a los infractores de este artículo dándole a la CNV la facultad de inhabilitar a los responsables para desempeñar un empleo, cargo o comisión dentro del sistema financiero mexicano, por el mismo período de tres meses hasta cinco años.

#### **OPERACIONES EXCLUIDAS DE LAS INVERSIONES RESTRINGIDAS**

*"Art. 16 bis 8.- Se exceptúan de lo dispuesto por el artículo 16 Bis 7, fracciones III, IV y V de esta Ley, las operaciones de compraventa de valores realizadas conforme a planes de opción de compra de acciones o certificados de aportación patrimonial para empleados y trabajadores de sociedades con esa clase de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y para empleados y*

*trabajadores de sus subsidiarias, cuando hayan sido previamente aprobados por una asamblea general de accionistas, o bien por el consejo directivo cuando se trate de sociedades nacionales de crédito. Esta excepción será aplicable siempre que las fechas de adquisición y venta de los valores se encuentren preestablecidas en los planes correspondientes."*

i) Afortunadamente se modificó el texto de este artículo anteriormente mencionado, ya que no tenía razón de ser.

ii) Se deja claro que la excepción se aplica únicamente con inversiones por parte de directivos, empleados o apoderados para celebrar operaciones con el público y operadores de casas de bolsa y de especialistas bursátiles, así como para directivos y empleados de sociedades controladoras de grupos financieros e instituciones de crédito con valores inscritos en el RNVI, entre otros. Esta excepción únicamente aplica en el contexto de planes de opción de compra de acciones consideradas como prestación laboral. Por fortuna se elimina el último párrafo de este artículo.

#### **FACULTADES DE LA COMISION NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES.**

"Art. 41.-....."

*XXI.- Dictar las disposiciones de carácter general relativas a la forma y términos en que las sociedades emisoras que dispongan de información privilegiada tendrán la obligación de hacerla del conocimiento del público."*

Como mencionamos en párrafos anteriores, mediante la adición de esta fracción al artículo 41 de la LMV se otorga a la CNV la facultad de emitir disposiciones de carácter general para la revelación de información privilegiada. Esta facultad estaba conferida a la SHCP. Ahora la CNBV es la que tiene la facultad de emitir disposiciones de carácter general relativas a la forma y términos.



## SANCIONES POR INFORMACION FALSA Y USO DE INFORMACION PRIVILEGIADA.

*"Art. 52 Bis 2.- Serán sancionados con prisión de seis meses a cinco años y multa de dos a tres veces el beneficio obtenido o la pérdida evitada, los miembros del consejo de administración, directores, gerentes y factores de sociedades emisoras de valores, títulos de crédito o documentos a que se refiere el artículo 3o. de esta Ley:*

*I.- Que, a sabiendas, en prospectos de información al público o por cualquier otra vía, mediante la difusión de información falsa relativa a la sociedad emisora con la que se encuentren vinculados, obtengan un lucro indebido o se eviten una pérdida, directamente o por interpósita persona, a través de la adquisición y/o enajenación de los valores, títulos de crédito o documentos a que se refiere el primer párrafo de este artículo, emitidos por la propia sociedad.*

*II.- Que mediante el uso indebido de información privilegiada definida en el artículo 16 Bis de la presente Ley, proveniente de la sociedad emisora con la que se encuentren vinculados, obtengan un lucro indebido o se eviten una pérdida, directamente o por interpósita persona, a través de la adquisición y/o enajenación de los valores, títulos de crédito o documentos señalados en el primer párrafo de este artículo, emitidos por la propia sociedad, siempre que se produzca una variación igual o mayor al 10% entre los precios de compra o de venta de las operaciones efectuadas por cualquiera de las personas que se refiere dicho primer párrafo, antes de que la información privilegiada sea hecha del conocimiento del público, y el precio de mercado de los valores, títulos de crédito o documentos emitidos por la sociedad con la que se tenga el vínculo.*

*Para los efectos de este delito, se considera precio de mercado al promedio del último precio de cierre registrado en bolsa, de los valores, títulos de crédito o documentos correspondientes, durante los diez días hábiles siguientes a la fecha en la que la citada información privilegiada haya sido puesta en conocimiento del público.*

*Las mismas penas consignadas en este precepto se impondrán a las personas que desempeñen funciones directivas, empleos, cargos o comisiones en las casas de bolsa u otras entidades que intervengan como asesores en operaciones de oferta pública de los valores, títulos*

*de crédito o documentos de que se trata cuando realicen las conductas tipificadas en las fracciones I y II, dentro de los treinta días hábiles previos y posteriores a la fecha en que concluya la oferta pública respectiva."*

i) La adición del artículo 52 Bis 2 constituye una importante innovación en la legislación mexicana en materia de valores. Por primera vez en nuestra historia, se penaliza el uso de información privilegiada, es decir, se convierte en un delito. Además se establece las sanciones pecunarias aplicables a los infractores de estas disposiciones.

ii) Se establece el concepto de "pérdida evitada", es decir, con base en este artículo, se puede sancionar a un insider no solo por lo que ganó, sino también por lo que no perdió en la operación realizada. Cabe señalar que este artículo no es aplicable a cualquier persona que utilice indebidamente información privilegiada, sino únicamente a las personas mencionadas en el párrafo primero del artículo, es decir, a consejeros, directores, gerentes y factores de sociedades emisoras de valores. Lo anterior, consideramos es un error, se excluyen a los funcionarios de grupos financieros y otros intermediarios financieros si estos no son emisores de valores inscritos en el RNV. Consideramos que en las altas esferas de grupos financieros es donde se da potencialmente, el uso indebido de información privilegiada.

iii) En la primera fracción se puede observar una clara influencia del derecho norteamericano, especialmente de la Regla 10-b del "Exchange Act" y de la Regla 10b-5 de la SEC. Esta fracción no se refiere exclusivamente al uso de información privilegiada, sino al empleo de mecanismos para defraudar y a la difusión de información falsa en el contexto de adquisición y/o enajenación de valores emitidos por la propia sociedad con la que se encuentre vinculados. La redacción de esta fracción es restrictiva al limitar su campo de acción a valores emitidos por la sociedad con la que se encuentren vinculados, la redacción debería de ser en forma amplia, es decir no limitarse a una sola empresa, sino prohibir la práctica en general. Por otra parte, parece poco probable el caso de consejeros o directores de una empresa que se pudieran ver directamente beneficiados mediante prospectos de información falsa acerca de la empresa con que se encuentren vinculados mediante prospectos de información falsa acerca de la empresa con que se encuentren vinculados mediante prospectos de información, un caso de este tipo podría ser una oferta secundaria de valores.

iv) La segunda fracción, es el problema de información privilegiada. Una vez más limita la conducta a operaciones de compraventa de valores emitidos por dicha sociedad. Es importante destacar que esta fracción únicamente se aplicará en los casos en que, como resultado de la operación, se produzca una variación igual o

mayor al 10% entre los precios de compra o de venta, antes de que la información privilegiada se haya hecho del conocimiento de público. Como podemos observar la ley impone otra limitación para aplicar las penas contenidas en este artículo, esta consiste en que la ganancia obtenida o la pérdida evitada por la operación ilegal sea igual o mayor al 10% del precio de compra o venta de los valores, esta situación nos parece absurda, toda vez lo que se debe prevenir esa conducta incorrecta y éticamente reprochable.

v) El cuarto párrafo de este artículo establece la forma de determinar el precio del mercado de valores. El quinto párrafo de éste artículo señala que las mismas penas consignadas en este artículo se impondrán a personas que desempeñen funciones directivas, empleos, cargos o comisiones en casa de bolsa u otro tipo de instituciones que actúen como agentes colocadores o asesores en operaciones de oferta pública de valores. Sobre esta disposición cabe señalar que únicamente se puede imponer responsabilidad corporativa a la institución por la conducta indebida de sus empleados. En forma acertada, el legislador contempla un límite de tiempo dentro del cual estas personas pueden incurrir en la conducta tipificada en las fracciones I y II del artículo.

vi) Este artículo no contiene una mención expresa respecto al período de tiempo en el que prescribirá la acción de las autoridades para demandar con base a las disposiciones de este artículo.

#### **REQUISITOS DE PROCESABILIDAD.**

*" Art. 52 Bis 3.- Los delitos previstos en los artículos 52, 52 Bis 1 y 52 Bis 2, solamente se perseguirán a petición de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa opinión de la Comisión Nacional de Valores.*

*Las multas previstas en los artículos 52, 52 Bis y 52 Bis 1 de esta Ley, se impondrán a razón de días de salario mínimo general vigente en el Distrito Federal en la fecha en que se realice la conducta sancionada.*

*Lo dispuesto en los artículos citados en el primer párrafo, no excluye la imposición de las sanciones que conforma a otras leyes fueren aplicables."*

Conforme al texto de este artículo, únicamente la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa opinión de la CNBV puede denunciar ante el Ministerio Público la violación de las disposiciones de la LMV contenidas en este artículo para que este a su vez, como titular de la acción penal, demande ante los tribunales competentes la imposición de las sanciones previstas en el artículo 52 Bis 2 que analizamos.

- b. Circular 11-25 de fecha 31 de agosto de 1993 que contiene disposiciones de carácter general relativas a la forma y términos en que las Sociedades Emisoras de Valores, que dispongan de información privilegiada deberán divulgarla entre el público inversionista.

La CNBV en ejercicio de las facultades que le confiere el artículo 41 fracción XXI de la LMV emitió esta circular en la que establece los criterios para divulgar la información privilegiada entre el público inversionista. En los considerandos de esta circular se establece que "..... la divulgación oportuna de la información relativa a actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores que se negocian en bolsa, es condición necesaria para otorgar mayor certidumbre y condiciones de igualdad para la toma de decisiones de inversión.....".

A continuación transcribiremos las disposiciones de carácter general contenidas en esta circular:

#### DISPOSICIONES DE CARACTER GENERAL

**PRIMERA.-** Toda sociedad emisora que tenga conocimientos de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores por ella emitidos, estará obligada a divulgarlos entre el público inversionista el día hábil siguiente a la fecha en que tenga conocimiento de ellos, mediante la publicación de la información relativa en por lo menos un periódico de amplia circulación, así como a proporcionar dicha información, con la misma oportunidad, a la Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa de Valores correspondiente, a efecto de que esta última proceda de inmediato a distribuirla entre sus socios y a hacerla del conocimiento del público inversionista, a través de los medios previstos en su Reglamento interior.

**SEGUNDA.-** Los funcionarios de las emisoras, responsables de proporcionar y divulgar la información a que se refieren las circulares 11-11 y 11-23 de esta Comisión, en los términos de las disposiciones novena y quinta, respectivamente de dichas Circulares.

**TERCERA.-** Las infracciones a lo dispuesto en la presente Circular, darán lugar a que esta Comisión, previa audiencia del interesado, aplique las sanciones correspondientes de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores."

Como se desprende del texto de Circular, las sociedades emisoras de valores están obligadas a divulgar entre el público inversionista la información susceptible de modificar el precio de sus valores al día siguiente de su conocimiento. Esta Circular es acertada al tener como destinatario principal de la información al público inversionista mediante la publicación de la información en por lo menos un diario de amplia circulación. También impone la obligación de entregar con la misma oportunidad la información a la CNBV y a la bolsa de Valores correspondiente. Debemos señalar que la información que las sociedades deben revelar esta sujeta a una apreciación subjetiva, por lo que en algunos casos es difícil determinar (i) en que medida el mercado reaccionara a la revelación de dicha información, es decir, la información que en la opinión de una persona puede modificar el precio de los valores, desde el punto de vista de otra persona puede ser irrelevante; (ii) el momento en que la sociedad tiene la información (iii) la medida en que la propia sociedad esta autorizada a divulgar la información, ya que existe información que aún cuando puede modificar el precio de los valores de la emisora, no puede ser revelada por la propia sociedad por que incumpliría con una obligación de confidencialidad por lo que debe mantenerla en secreto.

Por último, consideramos que la CNBV incurrió en un error al redactar la Disposición Tercera de esta circular la que trata de sanciones. La redacción es vaga y ambigua ya que (i) no se especifica cuales de las sanciones contenidas en la LMV son aplicables a este caso, (ii) no es posible equiparar una violación a una disposición administrativa con una disposición legal, de la misma manera, no es posible sancionarla de la misma forma, y (iii) no se establece la forma de desahogar la audiencia, por lo que a nuestro juicio, no se satisfacen los requisitos de los artículos 14 y 16 constitucionales. La CNBV debería establecer sanciones administrativas concretas para los infractores a los lineamientos establecidos en esta circular.

## BIBLIOGRAFIA

Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.  
Editorial Porrúa, México, D.F., 1995.

Ley del Mercado de Valores.  
Compendio Mercantil.  
Editorial Fiscal y Laboral, S.A. de C.V.  
México, D.F. Tercera Edición 1994.

Colección de Circulares de la Comisión Nacional de Valores.  
Editorial Fiscal y Laboral, S.A. de C.V.  
México, D.F., Cuarta Edición 1994.

## CONCLUSIONES GENERALES

El fundamento del control del abuso de información privilegiada debe partir en nuestro ordenamiento, de la consideración conjunta del bien jurídico que se pretende proteger y de la lesión que esa conducta representa a la sociedad.

El bien jurídico protegido consiste, en general, en el buen funcionamiento del mercado de valores en su misión de financiación de los agentes económicos. Este buen funcionamiento instrumental, indispensable para el desarrollo eficaz de la función sustancial, depende en gran medida de la confianza que el mercado de valores sea capaz de inspirar al gran público inversionista. La base de esta confianza reside en la garantía que se les ofrezca sobre la inicial igualdad de sus oportunidades en materia de información.

Las operaciones de personas que gozan de información privilegiada para sacar un lucro o evitarse una pérdida lesionan la confianza del inversor en su igualdad, pues implican privilegios informativos para determinados inversores que, a menudo, distorsionan de tal modo el mercado que ocasionan daños a los demás inversores. Desde la perspectiva fiduciaria a la que hicimos mención en capítulos anteriores, podemos señalar que el insider trading implica en todos los supuestos una ruptura de la relación de confianza. Esta ruptura puede tener un alcance multilateral, por ejemplo el caso de un outsider, quien sin vinculación fiduciaria con sociedad alguna, viola la confianza general del mercado o además, bilateral, por ejemplo el insider que usa indebidamente la información que le da la sociedad emisora por motivo de la confianza que le tiene y daña a su vez el clima de confianza bursátil. Podemos añadir que la creciente estimación de los intereses generales concurrentes en el mercado ha provocado una paralela extensión del control de los abusos realizados por los insiders y los efectuados por los outsiders.

El insider trading aleja a la bolsa de la función social del interés público que les corresponde y representa una distorsión de su funcionamiento al incrementar la desconfianza de los inversores, causa principal de las sucesivas crisis que han afectado y afectan con especial gravedad a los mercados mundiales, sumando las corruptelas y daños (a la bolsa) derivados de la mala fe y del agiotaje de unos en relación con la ignorancia, ambición e imprudencia de otros.

Podemos constatar que la conducta de los insiders lesiona las funciones bursátiles tanto desde el punto de vista de la economía, al alejar a la bolsa del modelo de mercado perfecto y hacerla perder eficacia interna en la asignación de recursos, y externa en la financiación del sistema productivo, como desde el punto

de vista del Derecho, al distanciarla del mercado leal y honesto que la idea de la justicia reclama.

A raíz de la última reforma a la Ley del Mercado de Valores se puede observar una creciente interés del legislador por prevenir y sancionar con mayor severidad este problema. Sin embargo, en la práctica se puede constatar que las autoridades hayan realizado un serio esfuerzo serio por identificar y sancionar a los infractores. Las formas en que una persona puede obtener información privilegiada son muy variadas por más que la reglamentación sea muy amplia, nunca la abarcaría, por lo que se debe tipificar mas ampliamente la conducta estableciendo los lineas concretas en las que deban situarse sus precisas fronteras.

Ahora que en este tema se observa que el mundo ha optado por tomar el modelo anglosajon como se puede observar también en nuestro derecho como el diseño de la CNBV que tanto su diseño organizativo como el funcional las técnicas de supervisión no coartan la libertad ni la competencia, antes bien se fijan sobre todo, como se ha dicho muchas veces, en la transparencia.

La prensa especializada con conciencia de la importancia de la información - veraz, y en fin el la opinión pública, la información debe de permitir que los propios agentes del mercado, los inversores, los observadores del mercado y los medios públicos ejerzan una efectiva vigilancia, sin cuya existencia los mayores esfuerzos supervisores de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores servirían de poco, y que en el futuro, tendra que ser algo más sensible a los escandalos.

La transparencia, sobre todo cuando se dirige al público en general, puede dar lugar a ciertos casos, a consecuencias impredecibles, supuesto que estamos en un negocio que se basa en algo tan frágil y quebradizo que es la confianza, y que más en nuestro país se debe de cuidar este fundamental aspecto para nuestro desarrollo económico.

Consideró que se debe establecer en la Ley del Mercado de Valores entre las obligaciones para la emisora y para las instituciones de asesamiento, colaboradores e intermediarios de una oferta pública o de una operación, una obligación ante la CNBV una especie de muralla interna (*chinese wall*) entre la institución cuyo personal que tenga acceso a información privilegiada este obligado a los deberes de la regla *abstain or disclose rule*, y que pruebe ante la CNBV como se realiza. Es evidente que se requiere de una mejor preparación en la materia tanto en la CNBV, como en los juzgados.

Pero ante toda esta problemática en este país, lo importante no tanto es la regulación normativa - ya que siempre existirá una laguna para poder realizar este

práctica- sino la escasa ética profesional en los negocios. Hoy por hoy, citando las palabras de el licenciado Héctor Zagal<sup>83</sup> *"las comunicaciones son mejores, sin embargo el mercado dista de ser transparente, limpio de trampas y especulaciones. Los hombres reclaman una actitud ética tanto en el mercado como en el Estado. Los empresarios también se unen a este clamor de la sociedad. Las escuelas de negocios y algunos intelectuales - más bien pocos- se atreven a hablar de ética en la empresa, o para decirlo con terminología técnica, de "Bussiness Ethics" .*

No basta cumplir las leyes positivas ( Constitución, Códigos, Reglamentos ) para ser ético. La ética va más allá de lo escrito y de los hechos visibles. Las cualidades éticas engloban las intenciones, deseos y pensamientos. El Derecho no regula sino lo mínimo indispensable para mantener la armonía en convivencia social. La ética va mucho más allá: La ética va mucho más allá; la ética es el modo de desarrollar positivamente la propia personalidad, y por ende, la de los hombres circundantes.

---

<sup>83</sup> Zagal Areguín, Héctor " Doce mitos en la ética de los negocios" , publicado en la Revista Istmo No. 224 Mayo, 1996. México, D.F.



## BIBLIOGRAFIA GENERAL

- 1) Bartolomé Laborda, R., "La bolsa en el mundo", en el Coloquio de Derecho Bursátil, Bilbao, España. 1980.
- 2) Black's Law Dictionary 8a. edición, St. Paul Minnesota.
- 3) Rodríguez Sastre "El delito financiero. Su repercusión en el crédito y en la economía" Reseña de la Conferencia en el Colegio Central de Titulares Mercantiles. Madrid, España. 1984.
- 4) Mascareñas Perez Iñigüo y Tapia Hermida Alberto "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas" Serie MacGraw-Hill. Madrid, España. 1993.
- 5) Igartúa Araiza Octavio. "Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano". México, Ed. Porrúa 1988.
- 6) Manne, H.G., "Insider Trading and the Stock Market. An Economist Looks at Section 10 b of the Securities Exchange Act of 1934" Columbia Law Review, 1968.
- 7) Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida, "El abuso de información privilegiada ( "insider trading" y operaciones de iniciados)". Revista sobre Derecho Bancario y Bursátil. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil. Universidad Complutense de Madrid. No. 28 Año VII, octubre- diciembre 1987. Madrid España.
- 8) Jennings/ Marsh, " Selected Statutes, Rules and Forms under the Federal Securities Laws", Minnesota- New York, 1986.
- 9) Loss, Robert "Fundamentals of Securities Regulations", Boston, Massachusetts, 1983.
- 10) Langevoort, Donald C. "Insider Trading Regulation A Treatise on the Definition, Prevention and Regulation of Insider Trading", New York, N.Y., 1991.
- 11) Langevoort, Donald C. "Insider Trading and the Fiduciary Principle. A Post Chiarella Restatement", California Law Review. January 1982, Vol. 70. No. 1, University of California, Berkeley.

- 12) Langevoort, Donald C. "Fraud and Deception by Securities Professional" Texas Law Review. Vol. 12 No. 6. 1983.
- 13) Alberto Tapia Hermida "Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en el Ordenamiento Jurídico Español" dentro del "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas" Serie McGraw Hill de Management. Madrid España 1993.
- 14) Jiménez Blanco Antonio "Derecho Público del Mercado de Valores", Editorial Centro de Estudios Ramón Aceres, Madrid, España, 1989, pág. 63, 196 pp.
- 15) Convention on Insider Trading, European Treaty Series (ETS) No. 130.
- 16) Acosta España, Rafael, Alonso Antonio, Urquijo José Luis y Moreno Luque "La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas Públicas de Adquisición". Euro Consorcio Jurídico y Financiero, Ediciones DEUSTO, S.A. Madrid, España.1994.

## REVISTAS Y PUBLICACIONES CONSULTADAS

- 1) Serra Puche, Jaime "Conclusión de la negociación del Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y Estados Unidos"; México, agosto de 1992, publicación de la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial.
- 2) Rebeca Miller "Tides of Change", en "LatinFinance", Mayo de 1993, número 46.
- 3) Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida en el artículo "El abuso de información privilegiada" en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Octubre-diciembre de 1987 Madrid, España.
- 4) Labra Madrazo José Luis, "Información privilegiada ( hacia un control de su uso indebido)", Tesis profesional para obtener el título de Licenciado en Derecho por la Escuela Libre de Derecho. México, D.F. 1990.
- 5) Gonson Paul, "The Complex Web. An Introduction to the Federal Securities Laws" en la Revista Business Law Today. The Magazine of the ABA Section of Business Law Volume 4, Number 6 July, August 1995. Chicago IL.
- 6) Robles Miaja, Rafael, "Algunos aspectos de colocaciones simultaneas de valores en el extranjero", Conferencia presentada en el Seminario Legislación Bursátil Corporativa, Organizado por el Institute for International Research en el Hotel Marqués Reforma, México, D.F., Diciembre, 1993.
- 7) Harris, Dee R. y Naefach, Lynn D. en "Whats New in Securities Regulation below the federal level" en la revista American Bar Association Business Law Today Volume 4 Number 6 July-August 1995 Chicago , IL.
- 8) Martínez Florez, Aurora, "El status quaestionis sobre el insider trading en el Derecho Federal de los Estados Unidos", publicado por la Revista Jurídica de la Universidad Autonoma de Madrid, Vol. 5, No. 16, Madrid, España 1991.
- 9) Martínez Florez, Aurora, "En tomo a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en el mercado de valores", publicado por la Revista Jurídica de la Universidad Autonoma de Madrid, Vol. 6, No. 217, Madrid, España 1995.

- 10) Garrido, José María " La regulación de los mercados financieros de Inglaterra" por la Universidad de Alcalá de Henares, Revista de Derecho Bancario NO. 39 España, julio- septiembre de 1990.
- 11) United States Supreme Court Reports
- 12) Levine- Gardiner- Swanson, "Multiservice Securities Firms: Coping with Conflicts in Tender Offer Context" Wake Forest Law Review 1988,
- 13) Herzell-Colling "The chinese wall revisited" California, Law Review Vol. 6 No.7 August, 1983.
- 14) Lawton/ Boticelli del despacho Dechert Price& Rhoads, "New Weapon in the SEC's Arsenal" publicado en la Revista Business Law Today Volume 4, Number 6 July August 1995 Chicago Il.
- 15) Lorne, Simon M. "Administrative Actions Against Lawyers Before the SEC" publicado en la Revista "The Business Lawyer" August 1995, Vol. 50 No. 4, University of Maryland School of Law.
- 16) Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., Informe Anual 1992.
- 17) Zagal Arreguín, Héctor "Doce Mitos en la ética de los negocios" Revista Istmo. mayo- junio 1996. México, D.F.

**LEGISLACION CONSULTADA**

- 1) Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.  
Editorial Porrúa, México, D.F., 1995.
- 2) Ley del Mercado de Valores  
Compendio Mercantil.  
Editorial Fiscal y Laboral, S.A. de C.V.  
México, D.F. Tercera Edición 1994.
- 3) Colección de Circulares de la Comisión Nacional de Valores.  
Editorial Fiscal y Laboral, S.A. de C.V.  
México, D.F. Cuarta Edición 1994.