

# Utilización de la informática en la detección de comportamientos irregulares en los mercados de valores

JOSE M.<sup>a</sup> DE PAZ ARIAS

*Licenciado en Derecho. Doctorando en el Area de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de Zaragoza (ESPAÑA)*

La utilización de medios informáticos en la detección de transacciones de valores que revelen la existencia de operaciones «irregulares», como el uso de información privilegiada, la manipulación de cotizaciones o la adquisición, omitiendo la obligación de comunicación, de paquetes significativos de acciones, proporcionaría indicios razonables acerca de la realización de actuaciones que pretenden mantenerse ajenas a la obligación de transparencia que impera hoy en los Mercados de Valores, tales como la citada comunicación de los porcentajes adquiridos en el capital de sociedades cotizadas (Real Decreto 377/1991).

Estos procedimientos son especialmente adecuados en el caso de mercados absolutamente informatizados, como es nuestro Mercado Continuo, ya que todo movimiento, toda operación realizada en el seno de estos mercados queda automáticamente registrada en el propio sistema, el cual proporciona información acerca del volumen de las transacciones, el tiempo de realización de las mismas, la prioridad de las órdenes y los operadores implicados.

De hecho, mecanismos de esta naturaleza vienen siendo empleados en la Bolsa de New York, en la que existe un conjunto de ordenadores capaz de detectar cuándo un valor está negociándose en volúmenes anormalmente altos o está subiendo de forma inesperada. Cuando un valor excede su volu-

men de transacciones y su precio rompe las barreras de ciertos porcentajes de subida, ello queda detectado en la impresora. Evidentemente, el sistema informático proporciona tan solo un indicio, un punto de partida a partir del cual el análisis humano interpreta los datos y considera la posibilidad de iniciar una investigación que puede desembocar en la localización y consiguiente represión de una conducta prohibida. Este sistema ha obtenido éxitos significativos en su contribución a la lucha contra el abuso de información privilegiada, como fue el caso Levine y Boesky, en que la detección de un incremento anormal de precios y volúmenes de cotización de la empresa «American Natural Resources» en marzo de 1985 condujo a la iniciación de una investigación por parte de la Comisión de Valores y Bolsa, investigación que terminó con las actividades delictivas de estos dos especuladores.

El estudio en España de estas técnicas informáticas de control se ha de centrar, fundamentalmente, en el sistema de Mercado Continuo, dada su completa informatización y, sobre todo, por la preponderancia que ha adquirido en el mercado de valores desde su implantación (en 1991, de hecho, el 86% del total negociado se hizo a través del Mercado Continuo).

Tomando como presupuesto la utilidad del empleo de medios informáticos, la dificultad se plantea al intentar establecer algún criterio discriminador respecto a la información recogida por los ordenadores que registran las operaciones del Mercado Continuo.

En primer lugar conviene no perder de vista que cada una de las operaciones que se pretenden controlar obedecen a motivaciones y presentan modos de aparición en el mercado diferentes.

Si de empleo de información privilegiada se trata, el dato esencial reside en la utilización, en un momento determinado, de una información que, dirigida al mercado, va a tener una influencia sensible en el precio de determinados títulos, de modo que esa diferencia temporal permita al conocedor de la misma comprar o vender en la Bolsa disponiendo de un factor de decisión del que carecen los restantes operadores.

En el caso de tomas de participación significativas, en el sentido tanto del Real Decreto de 15 de marzo de 1991 como en el de 26 de julio del mismo año, la intención del adquirente puede ser tanto la puramente especulativa, como el inicio de una operación de control. Pero en ambos casos es posible detectar un grado de estabilidad en la posesión de los títulos del que carece el «insider» o «iniciado», sin que con ello queramos decir que una operación de toma de participación significativa no se pueda combinar con elementos típicos de la figura del «insider trading», o que la operación concluya con una toma de control que se pretende transitoria.

Por último, en los supuestos de manipulación de las cotizaciones de lo que se trata es de, en definición de Núñez-Lagos, alterar el curso ordinario de la oferta y la demanda mediante artificios que la estimulen o depriman.

Detrás de estas manipulaciones se pueden encontrar motivos que van desde la pura ganancia especulativa hasta el deseo de la propia sociedad cotizada de impedir una baja generalizada de su cotización a través de una intervención en el mercado adquiriendo sus propios títulos y, consiguientemente, ampliando su autocartera.

En cualquier caso, estas tres operaciones tienen reflejo en dos datos fundamentales: el precio de cotización del valor y el volumen de contratación del mismo. La incidencia en ambos es diferente según el supuesto ante el que nos encontremos.

Si tomamos el ejemplo del uso de información privilegiada, el dato clave reside en el hecho de que la información en que se basa la actuación del iniciado debe llegar tarde o temprano al mercado. Por tanto, la detección del momento en que la noticia (vgr. la formulación de una oferta pública de adquisición de valores) entra en la Bolsa y comienza a difundirse resulta de importancia capital, pues nos permite introducir un punto de inflexión en la evolución de las cotizaciones del valor y analizar el comportamiento del valor en los días o semanas inmediatamente anteriores.

En el caso de manipulación de valores la dificultad de detección de la misma corre pareja a la diversidad de medios a través de los que se produce tal manipulación. Así, es posible proceder a esta manipulación mediante compras y ventas de un valor que no respondan a la situación real del mercado, mediante la difusión de falsedades o mediante ventas falsas previamente convalidadas.

En los supuestos en los que se pretende la adquisición de un número de títulos suficiente como para conceder el control de una sociedad cotizada, los factores a considerar residen, por una parte, en el volumen de títulos que se adquiera a lo largo de un período de tiempo, y, por otra, en el o los adquirentes de dichos títulos. La consideración conjunta de ambos factores nos permite obtener una caracterización completa del modo de presentación de esta conducta.

Por supuesto, en este caso estamos excluyendo las cesiones privadas de control, ya que en este caso la venta de los títulos se produce fuera de Bolsa y ello, con independencia de que se violen o no las obligaciones prescritas por la legislación sobre Mercado de Valores tanto en la ley como en su desarrollo reglamentario, implica que los medios informáticos carecen de eficacia al no tener lugar la transacción a través de los mismos.

En orden a la formulación de un criterio discriminador de la información recopilada las posibilidades son varias. Hemos de tener en cuenta que el objetivo de este estudio se centra en el uso de la informática como instrumento que permita detectar indicios razonables de que en el mercado se están o se han producido conductas que afectan a su funcionamiento y a la confianza que los inversores tienen depositada en él. Pretender formular criterios

que nos proporcionen una certeza absoluta acerca de la realización de estas conductas resulta imposible, entre otras razones por la inexistencia de unos parámetros que dibujen el comportamiento «normal» de los Mercados de Valores.

Uno de los criterios que podrían introducirse en orden a la detección de una conducta irregular sería el desplazamiento de elementos como la cotización o el volumen de negocio del valor respecto de su posición habitual. El problema de este método reside en la imposibilidad de establecer de modo genérico cuál va a ser el comportamiento «normal» de un valor en el mercado. Se ha comprobado que ni el análisis técnico, ni el fundamental nos proporcionan una seguridad lo suficientemente elevada en cuanto a la predicción en el alza o baja de la cotización de un valor (en ello se basa la aparición del tercer sistema, el Random Walk), con lo que la fijación del modelo de comportamiento respecto del cual la desviación en el volumen de contratación o en la cotización nos proporciona un indicio resulta complicado.

Pese a ello, la aplicación de un criterio cuantitativo resulta lo suficientemente provechoso como para afrontar las dificultades apuntadas. Por ello cabe sugerir que se establezcan unas tablas de variaciones no demasiado complejas que permitan su aplicación con un mínimo de eficacia y rapidez.

Otra posibilidad reside en la conexión informática de todos los ficheros de clientes y las órdenes de compra y venta de los mismos que forzosamente han de llevar los operadores oficiales en el mercado. En este sentido, el Texto definitivo del Proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios establece en su capítulo III, dedicado a los registros obligatorios y relaciones con la clientela, la obligación de que las Sociedades y Agencias de Valores dispongan de un registro de operaciones, llevado por medios informáticos, en que se recoja toda la información sobre las órdenes recibidas, incluyendo el conocimiento exacto del orden de recepción de las mismas y de su fecha y hora.

Junto a este archivo de órdenes, se establece que «toda persona, entidad o establecimiento habilitado para actuar como receptor material de órdenes sobre alguna de las actividades relativas a la actividad de intermediación y depósito de cualesquiera valores deberá mantener un archivo de justificantes de las órdenes recibidas», archivo que estará formado por el ejemplar original de la orden firmada por el cliente o persona autorizada, la cinta de la grabación cuando sea realizada de modo telefónico o el registro correspondiente en el caso de transmisión electrónica. Así mismo, las entidades dispuestas a aceptar las órdenes por vía telefónica no escrita deberán establecer los medios necesarios para la identificación de sus ordenantes.

En tercer lugar, se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España para acceder al registro de operaciones y al archivo de justificantes de órdenes, con el cual se cierra el mecanismo de control y

alcanzamos, de facto, una nominatividad absoluta en la transmisión de valores, pudiendo identificarse de esta forma los emisores de órdenes de compra o venta.

Sin embargo, este segundo sistema no puede ser, hoy por hoy, sino un elemento de actuación subsidiario una vez que se sospecha la existencia de alguna irregularidad. Es preciso la existencia de un indicio para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores proceda a la investigación del registro de órdenes y del archivo de justificantes. Por tanto, reconociendo que una vez iniciada la investigación la existencia de estos medios va a facilitar enormemente la labor, hemos de volver al primer punto, es decir, a la posibilidad de determinar un parámetro conforme al cual establecer que se está realizando alguna conducta irregular en el mercado.

Otra propuesta podría consistir en la adopción de la teoría de los «estudios de acontecimientos» o «event studies» (Arruñada, 1990).

Esta teoría aísla el efecto que sobre el valor de las acciones tiene un acontecimiento determinado, para lo cual elimina el efecto que tengan los fenómenos comunes a todas las demás empresas del mercado y los hechos ajenos al acontecimiento y que afectan específicamente a cada empresa. Con esta técnica es posible detectar los rendimientos anormales medios para los períodos de tiempo anteriores y posteriores al acontecimiento, así como el rendimiento anormal acumulado para cada uno de esos períodos.

Este método proporciona una serie de evidencias empíricas de gran utilidad, ya que si es posible aislar la incidencia en el valor de unas acciones de los diferentes factores que intervienen, por exclusión se puede alcanzar la conclusión de que ha entrado en juego un factor que no puede ser determinado en función de la información disponible en el mercado, lo cual implica un indicio que puede conducir a pensar en el uso posible de información privilegiada.

Sin embargo, este método presenta dos inconvenientes. En primer lugar es el resultado de un complicado análisis que, por ello mismo, no es susceptible de aplicar de modo generalizado a todas las operaciones que se produzcan en el Mercado, aunque no cabe duda de su utilidad en el análisis de los datos una vez confirmada la existencia de una conducta irregular y de una variación en los precios o en la cotización que no se corresponde a la información existente en ese momento en el mercado. En segundo lugar, esta teoría tiene como condición de aplicación la existencia de un Mercado eficiente, requisito que resulta arriesgado afirmar que se cumple en el Mercado español.

Con el término Mercado eficiente estamos haciendo referencia a la existencia de un mercado que se ajuste a la «hipótesis del mercado de capitales eficiente» (the efficient capital market hypothesis), y que consiste en la idea de que «los precios de los valores mobiliarios incorporan toda la información

relevante y disponible, tanto sobre el valor de que se trate como sobre el mercado en general» (García de Enterría, 1989).

Como se puede observar, las dificultades que se plantean en la aplicación de los criterios formulados no dejan de ser notables. Tal vez el error consista en la búsqueda de un único criterio aplicable a toda la información que se recoja. Hemos de tener en cuenta que cada uno de los tres criterios formulados opera sobre datos diferentes. El criterio cuantitativo sobre el volumen de contratación y negocio del valor en cuestión. La interconexión de los ficheros de las Sociedades y Agencias de Valores sobre los datos de órdenes y clientes recogidos en los mismos. La teoría de los «event studies» sobre un amplio número de informaciones que circulan en el mercado.

De este modo no resulta difícil concluir que la solución más acertada consiste en una combinación de los tres métodos. Esto es, comenzando por la introducción de un umbral de negociación y de precio de cotización cuya superación implique la puesta en marcha de un mecanismo de inspección por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pasando después a la aplicación, si es posible en nuestro país, de la teoría de los «event studies» para aislar el factor que ha dado lugar a ese alza del precio, y, si se concluye que hay un elevado número de posibilidades de que se trate de alguna conducta irregular, la consulta de la base de datos que contenga la información acerca del intermediario o intermediarios que introdujeron las órdenes en el sistema para, a través de ellos, llegar a los ordenantes.

Sin embargo, frente a esta descripción de lo que podría ser una aplicación ideal de mecanismos informáticos en la detección de determinadas conductas, se alza una realidad compleja, en permanente mutación, como es la de los Mercados de Valores. No es éste el lugar apropiado para describir de manera pormenorizada los medios de los que disponen los intervinientes en el Mercado para evitar la aplicación de la regulación pertinente, pero se proporcionaría una imagen errada de lo que puede suponer la introducción de éstos u otros mecanismos similares si no se indicase que los medios para neutralizar su eficacia también existen. En cualquier caso, la introducción de estos métodos ha demostrado su eficacia en la práctica, por lo que, pese a los reproches que se puedan formular, no cabe duda de que proporcionan un grado de confianza y de seguridad al Mercado nada despreciables, amén de constituirse en un instrumento auxiliar para el trabajo de las autoridades supervisoras.

Pasando al terreno de las conclusiones, creo que la primera de ellas se centra en el reconocimiento de que la aplicación de mecanismos informáticos en los Mercados de Valores sólo puede tener un valor indiciario, sin que sea posible que nos proporcionen siempre y con una completa seguridad la pista que nos permita llegar a la represión de todas las conductas prohibidas.

En segundo lugar, una vez aceptadas las ventajas que la implantación de estos mecanismos ofrecen, es preciso reconocer que el método de detec-

ción basado en criterios cuantitativos constituye el de más simple implantación, el más válido y flexible como piedra angular del sistema, aunque su eficacia pueda quedar en entredicho si se pretende que vaya más allá de su capacidad, tal y como se ha descrito.

En este sentido, la elección del criterio de discriminación de la información, esto es, de los umbrales de cotización o de volumen de cotización a partir del que los ordenadores registren la posible existencia de un comportamiento irregular, es algo que dependerá de un análisis acerca de cuál es el comportamiento habitual del mercado y a partir de qué límites se puede considerar que se ha producido una alteración anormal, cuestión de gran complejidad si tenemos en cuenta la dificultad que ello supone en un Mercado en que la aleatoriedad es la norma, si es que atendemos a las últimas teorías al respecto.

Junto al cuantitativo, la utilización de los demás métodos apuntados, bastante más complejos, pueden constituirse en auxiliares que entren en funcionamiento una vez que se sospeche la existencia de un caso de uso de información privilegiada o de manipulación de cotizaciones.

Por lo demás, y en relación con la posibilidad de una interconexión entre los ficheros de clientes y órdenes de las Sociedades y Agencias de Valores, la conclusión extraída se condiciona a que el Texto definitivo del Proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios no sufra modificaciones sustanciales, al menos en los aspectos en los que los hemos considerado, en su tramitación parlamentaria.

#### BIBLIOGRAFIA

ARRUÑADA, B. «Control y regulación de la sociedad anónima», Madrid, *Alianza Economía y Finanzas* 1990.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. «Sobre la eficiencia del Mercado de Capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos», *Revista de Derecho Mercantil*, 1989.

PRAT RODRIGO, M. «El uso ilegal de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE.UU. 1933-1988)», Bilbao, Deusto, 1990.

