

Las operaciones con información privilegiada en los mercados de valores

Jelonche, Edgar I.

SUMARIO: I. Introducción. — II. El Derecho Estadounidense. — III. El Derecho Europeo. — IV. Nuestro Derecho. — V. La información privilegiada. — VI. La obligación de informar. — VII. El deber de guardar reserva y abstenerse de negociar. — VIII. Los deberes de lealtad y confidencialidad. — IX. Informantes e informados. — X. Las relaciones sociales y familiares. — XI. Los movimientos cortos. — XII. Las sanciones administrativas. — XIII. La reparación por contemporaneidad. — XIV. La responsabilidad civil y societaria. — XV. El caso Terrabusi. — XVI. El caso Comercial del Plata. — XVII. Conclusiones.

I. Introducción

Las complejas variables que determinan el curso de las cotizaciones en los mercados de valores suscitan permanente debate analítico y académico. Todo parece controvertible, menos la importancia de la información (1).

En la teoría financiera, los modelos utilizados para explicar la dinámica en la formación de los precios asumen que los inversores adquieren un conocimiento asimétrico de los datos relevantes y que por tal causa sus expectativas devienen heterogéneas, pero esos datos se suponen al alcance de los interesados (2).

Un mercado se considera eficiente en la medida que los precios reflejan la información disponible, por lo cual quienes aprovechan datos reservados antes que se difundan al público —se dice— generan una imperfección que quita eficiencia a la plaza donde operan (3). Sin embargo, al respecto se desenvuelve una controversia de larga data, acentuada desde la publicación de un libro que ganó fama con su encendido alegato (4), aunque motivó posiblemente más rechazos que adhesiones (5), hasta las versiones recientes de sofisticados teoremas que intentan demostrar efectos positivos de esas operaciones (insider trading) en los mercados (6). Tal polémica continuará previsiblemente, en cuanto se relaciona con el análisis costo-beneficio de regulaciones que se juzgan inapropiadas, pues en ese contexto se sostienen las objeciones (7), con matices de ética utilitarista y de otras tendencias (8).

Es dable advertir, no obstante, que el reproche legal al uso subrepticio de la información se funda en principios tradicionales como la lealtad en las funciones fiduciarias u orgánicas, la buena fe en los negocios y la confidencialidad en las relaciones profesionales o laborales, como también en conceptos normativos más recientes, como la integridad de los mercados de capitales.

La materia es contenciosa y evolutiva. Una jurisprudencia dinámica, iniciada en reclamos por operaciones bilaterales entre partes conocidas, ha dado su impronta a la normativa aplicable al tráfico multilateral y sigue afinando los supuestos de hecho en casos líderes, que devienen ejemplificativos en la medida que la globalización impulsa una tendencia armonizadora en las reformas legales.

En nuestro medio, dos sucesivos fallos —confirmatorios de multas impuestas por la autoridad de contralor de la oferta pública— han definido cuestiones importantes al respecto (9), aunque las disposiciones aplicadas en ambos procesos fueron sustituidas por las que rigen actualmente.

Ello nos lleva a intentar en este trabajo una aproximación conceptual que nos ayude a interpretar nuestro ordenamiento a la luz de esa jurisprudencia y de los antecedentes que la sustentan.

II. El Derecho Estadounidense

En el common law, los deberes de lealtad y reserva que nacen del trust se aplican también a relaciones de confianza análogas, por asimilación denominadas fiduciarias (10). Los directores y empleados de las sociedades anónimas quedan comprendidos en esa extensión (11).

Tradicionalmente, sin embargo, el director o ejecutivo de una sociedad que compraba acciones quedaba eximido de comunicar al vendedor los datos relevantes que conociese en razón de su cargo o posición, en tanto no cometiese fraude, porque al no ser la compraventa una operación social no se advertía entre las partes una relación fiduciaria que obligase a informar. Tal regla, mayoritaria por su prevaleciente aplicación, llevó a cuestionadas decisiones (12), contra las que reaccionaron tribunales estatales al sostener que mediaba también una relación fiduciaria entre adquirente y enajenante (13).

Esta nueva regla, llamada minoritaria por oposición a la anterior, tuvo décadas más tarde una aplicación que se ha considerado exagerada (14). Mucho antes, sin embargo, la Corte Suprema había decidido que en circunstancias especiales el director, actuando de buena fe, debía dar a conocer los hechos importantes al vendedor antes de comprarle las acciones (15). Tal doctrina —considerada intermedia entre la mayoritaria y la minoritaria— fue seguida en muchos casos, aunque se ha dicho que las más de las veces con la firme salvedad de los tribunales respecto de que no se trataba estrictamente del deber de un fiduciario hacia el beneficiario (16). Esa discrepancia conceptual aparentemente se fue morigerando en la jurisprudencia, hasta que irrumpió la legislación federal.

El aprovechamiento de la información privilegiada en los mercados de valores devino materia de la Ley de valores (1933) y de la Ley de bolsas de valores (1934). Esta última creó, además, la Comisión de Valores y Bolsas (SEC), como agencia federal regulatoria.

La Ley de 1934 no prohibió explícitamente el insider trading, pero dio a la SEC herramientas para combatirlo, en especial el art. 10, inc. b), que declara ilegal en relación con la compra o venta de valores cualquier recurso, ardid o artificio mediante los medios del correo o del comercio interestadual "en contravención de las normas o regulaciones que la Comisión pueda prescribir como necesarias o apropiadas para el interés público o para la protección de los inversores".

Con esa competencia, la SEC dictó en 1942 la Norma 10b-5, modelada en el art. 17(a) de la Ley de valores de 1933, que no define el insider trading, sino que establece una prescripción antifraude, según la cual: "será ilegal para toda persona, directa o indirectamente, mediante el uso de cualquiera de los medios o modos instrumentales del comercio interestadual o del correo o de cualquier facilidad de una bolsa nacional de valores: a) emplear cualquier recurso, ardid o artificio para defraudar; b) hacer cualquier declaración falsa de un hecho significativo u omitir declarar un hecho significativo necesario para que las declaraciones no resulten engañosas a la luz de las circunstancias bajo las cuales fueron hechas; c) involucrarse en cualquier acto, práctica o curso de negocios que implique o pueda implicar fraude o engaño contra cualquier persona, en relación con la compra o venta de valores".

Dicha disposición ha ejercido una influencia decisiva. "La historia de la 10b-5, se ha dicho (17), tiente la pluma; porque es difícil hallar otro ejemplo en todo el corpus juris, en el cual la interacción de actividad legislativa, normas administrativas y procesos judiciales haya producido tanto a partir de tan poco".

Al respecto, la Ley de 1934 fue objeto de dos enmiendas importantes, una en 1984 y otra en 1988, que introdujeron las secciones 20A y 21A, referidas a sanciones, extensión de responsabilidad y resarcimiento de daños (18). Ambas reformas tuvieron relación con cierta incertidumbre acerca de la viabilidad de los reclamos particulares por insider trading, creada en la jurisprudencia, como también acerca de la eficacia de las penalidades vigentes en aquel entonces para combatirlo (19).

Más recientemente, las Normas derivadas 14e-3, 10b5-1 y 10b5-2, así como la Regulación FD, especificaron aspectos controvertidos, principalmente en relación con la actividad de los intermediarios y con la política informativa de las emisoras.

En esa compleja evolución, los principios del common law mantienen vigencia, pues orientan la interpretación de las normas estatuidas y connotan las decisiones judiciales (20).

III. El Derecho Europeo

En Europa Occidental, el crecimiento de los mercados de capitales comenzó en la segunda posguerra, pero la prohibición de operar con información privilegiada se difundió bastante después, especialmente con la Directiva 89-592 CEE. Se la calificó entonces (21) como "una práctica que la mayoría de los países ha reconocido ahora que es objetable, pero que hasta hace muy poco era un modo de vida".

En la actualidad, la Directiva 2003-6 CE del Parlamento Europeo y del Consejo, que sustituyó a la anterior, así como las Directivas de aplicación dictadas por la Comisión de las Comunidades Europeas, especialmente la 2003-124 CE, inducen una armonización integral en la materia.

Tales Directivas, así como las respectivas legislaciones nacionales, incorporan supuestos de hecho similares a los contruidos por el derecho estadounidense, mediante descripciones que responden a la propia metodología legal, pero que no abarcan un universo mayor de casos que el de una norma de textura abierta como la 10b-5, con sus derivadas.

La Directiva 2003-6 CE (Considerando 38) prevé la imposición de medidas "suficientemente

disuasivas" en relación con la gravedad de las infracciones y los beneficios obtenidos, siguiendo la tendencia hacia la cual se inclinaban países signatarios que habían tomado la iniciativa en sus ordenamientos internos, como Francia e Inglaterra.

A) En Francia, la Ordenanza del 30/9/67 introdujo el *délit d'initié* (art. 10-1), reprimido con prisión y multa (22). Su texto, con varias enmiendas, pasó al Código Monetario y Financiero (art. L. 465-1), donde también ha recibido modificaciones.

La Autoridad del Mercado Financiero puede aplicar multas por violación de sus reglamentaciones, de manera que es posible la acumulación de sanciones pecuniarias administrativas y penales por un mismo hecho, con limitación de sus montos, pues la suma no puede exceder el máximo de la que fuere mayor (23).

Los casos judiciales son numerosos y varios episodios resonantes de los últimos años motivaron la ampliación de los tipos penales para abarcar los supuestos de hecho que se reprimen en la actualidad.

B) En Inglaterra, tradicionalmente no se admitía la reclamación de daños por ocultamiento de información privilegiada si no mediaba una relación fiduciaria entre quien la poseía y su contraparte (24). El caso *Percival v. Wright* (1902) había afirmado esa doctrina (25), aunque en *Allen v. Hyatt* (1914) se resolvió que en especiales circunstancias correspondía a los directores el deber de suministrar dicha información (26).

Los Informes Cohen (1945) y Jenkins (1962), así como el Libro Blanco (1973) incluyeron recomendaciones sobre el tema. La Bolsa de Londres y el Panel de la City solicitaron ese mismo año sanciones penales, las que fueron introducidas en la reforma societaria de 1980. Se reconoce también la importancia de la actuación de organizaciones autorreguladas que adquirieron competencia con la Ley de Servicios Financieros, de 1985 (27). Ese mismo año se dictó una ley especial que consolidó las normas en la materia y fue reformada al año siguiente.

En 1993, se coordinaron esas disposiciones con la Directiva 89-592 CEE, y el delito quedó tipificado en la Ley de Justicia Criminal, aplicable desde 1994. La recepción de la Directiva 2003-6 CE ha motivado recientes disposiciones (28), impulsadas por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA), instituida en 2000, con amplios poderes en la materia (29).

C) En Italia, tras varios proyectos no concretados, la ley de 1991 siguió la tendencia hacia la creación de tipos penales al implementar la Directiva 89/592 CEE (30). El Texto Unico de las Finanzas (TUF), adecuado a la Directiva 2003-6 CE por la ley de 2005, amplía las penas de prisión y multa (31).

IV. Nuestro Derecho

La Ley 17.811 no prohibió directamente el aprovechamiento de datos confidenciales, pero le dio a la Comisión Nacional de Valores (CNV) atribuciones para controlar el cumplimiento de las disposiciones legales, estatutarias y reglamentarias en su ámbito de aplicación (art. 6, inc. f), dictar normas, requerir informes, realizar inspecciones e investigaciones, recabar el auxilio de la fuerza pública, iniciar acciones judiciales, denunciar delitos y constituirse en parte querellante (art. 7), así como también aplicar multas por violación del texto legal y de las reglamentaciones (art. 10).

La SEC utilizó una competencia similar para dictar su regla 10b-5, madre de la normativa que reprime en todo el mundo el tráfico con información privilegiada, así como para llevar los casos investigados ante la justicia. Sin embargo y aunque el resonante episodio de la Texas Gulf Sulphur no había pasado desapercibido en nuestra doctrina (32), se juzgaba insuficiente la legislación, aun después de sancionada la Ley 19.550 (t.o. 1984) (Adla, XLIV-B, 1319) (33). Destacables ejemplificaciones del deber de lealtad impuesto a los directores aludían al tema (34), pero sin llegar a un planteo explícito.

En 1989, la Ley 23.697 de Emergencia Económica facultó al Poder Ejecutivo Nacional (PEN) a dictar las normas necesarias para el afianzamiento del mercado de capitales (art. 41), y conforme a esa delegación el Decreto 2284/91 (ratificado por la Ley 24.307) atribuyó a la CNV facultades expresas para establecer requisitos de información aplicables a las emisoras, sus administradores, gerentes y otras personas a ellas vinculadas, así como restricciones para el uso de esa información en las operaciones con valores. La CNV dictó a tal fin la Resolución General N° 190, del 26/11/91, modificada mediante su similar N° 227, del 26/1/93. En ambas, las operaciones de los enterados (35) fueron prohibidas expresamente, con particularidades comentadas por la doctrina (36).

Tales reglamentaciones fueron sustituidas por el Régimen de Transparencia en la Oferta Pública,

aprobado por el Decreto 677/2001 (Adla, LXI-C, 2718), que modificó la Ley 17.811 e introdujo nuevas disposiciones.

La validez de dicho Decreto es susceptible de cuestionamiento por exceder los límites de la delegación legislativa otorgada mediante la Ley 25.414 (Adla, LXI-B, 1516). Esta Ley, en efecto, encomendó al PEN "desregular y mejorar el funcionamiento y la transparencia del mercado de capitales" (art. 1, I, d), con lo cual no parece que haya querido propiciar la imposición de mayores reglamentaciones, sino —al contrario— dar más libertad y a la vez procurar una mayor calidad de la plaza. Además, la delegación exceptuó "expresa e integralmente toda derogación, modificación y suspensión" del Código de Comercio (art. 1, II, e), no obstante lo cual el PEN reformó la legislación societaria, bursátil y de títulos valores que integra dicho Código, como lo sostiene autorizada doctrina, sin negar la conveniencia de una actualización sistemática de los temas que abarca el Decreto y aun el mérito de determinadas soluciones que incorpora (37).

Compartimos esa fundada objeción (38), sin mengua de la cual nos referiremos a las disposiciones del Decreto (39) y a las normas complementarias dictadas, al solo fin de la caracterización que nos proponemos en este trabajo, según lo expuesto al comienzo.

V. La información privilegiada

El Decreto define la información reservada o privilegiada (art. 2) como "toda información concreta que se refiera a uno o varios valores, o a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera sustancial sobre las condiciones o precio de colocación o el curso de negociación de tales valores".

Esa redacción se aparta de los modelos internacionales más depurados, toda vez que ni las condiciones o precio de colocación de los valores, ni la información que de haberse hecho pública hubiera influido en la distribución o la negociación eran mencionadas en la Directiva 89-592 CEE, vigente cuando se dictó el texto en cuestión, ni tampoco se incluyen en la Directiva 2003-6 CE (40). La agregación de oferta primaria y secundaria en potencial y subjuntivo introduce una confusión que intentaremos elucidar en el párrafo VI (puntos C y F).

El Decreto no es consecuente con su definición estipulativa, pues usa otro lenguaje cuando impone los deberes de informar (art. 5, inc. a), de guardar reserva y abstenerse de negociar (art. 7), así como de no procurar ventajas (art. 33).

En la actualidad, el concepto de información privilegiada (41) abarca con amplitud hechos acaecidos o que, según las circunstancias, pueden acaecer previsiblemente en determinadas situaciones. En la normativa internacional reciente se considera privilegiada la información que un inversor razonable podría utilizar como parte de los fundamentos de sus decisiones (42), connotación que sigue el difundido estándar jurisprudencial de significatividad (43).

A) La información debe ser concreta (Decreto 677/2001, art. 2). Puede concernir a lo sucedido, como igualmente a lo que previsiblemente puede suceder. En la conceptualización de la Directiva 2003-124 CE (art.1, ap. 1), una información se considera concreta o precisa si se refiere a un complejo de circunstancias que se dan o que razonablemente se puede prever que se darán o bien a un evento acaecido o que razonablemente se puede prever que acaecerá, y si es lo suficientemente específica para que se pueda extraer de ella una conclusión relativa al posible efecto de ese complejo de circunstancias o evento sobre el curso de las cotizaciones de los instrumentos financieros respectivos o de instrumentos financieros derivados que a ellos se vinculen.

La previsibilidad —conforme a las normas comunitarias— se debe valorar caso por caso (44), según la apreciación de quien se halla en conocimiento de los datos, respecto al grado de probabilidad de acaecimiento del hecho o del complejo de circunstancias a partir de determinado momento (45). Ello, en cuanto concierne a la prohibición de aprovechar la información privilegiada. En cambio, el deber de informar prontamente que se impone a las emisoras rige para eventos efectivamente ocurridos (46), aunque se hallen pendientes de formalización (47), criterio que se puede considerar incorporado en el Decreto 677/2001 (art. 5, inc. a) y que desde mucho tiempo atrás sigue la BCBA en la aplicación de su Reglamento (art. 23).

B) La información debe concernir a la emisora o específicamente a sus valores en circulación (Decreto 677/2001, art. 2). El texto legal no menciona a los derivados. No obstante, quedan comprendidos en el

deber de guardar reserva y la prohibición de operar, pues al respecto se enumeran los futuros y las opciones, que son las especies comunes de aquéllos (art. 7); además, la expresión "valores negociables con oferta pública autorizada" incluye por definición legal (art. 2) los instrumentos financieros de cualquier especie.

C) La información debe tener aptitud para ejercer en los precios una influencia "sustancial", como la califica el Decreto al definirla (art. 2, in fine) y al imponer la obligación de darla a conocer (art. 5, inc. a), aunque omite mencionar tal connotación con respecto a los deberes de reserva y abstención de negociar (art. 7).

Tal aptitud se juzga en dos momentos: uno ex ante, cuando el enterado aprecia la potencialidad sensitiva de la información y decide guardar o no reserva y abstención hasta que se difunda; otro ex post, cuando la información se conoce y las cotizaciones dan su veredicto inapelable.

El efecto sustancial (48), apreciable (49), se comprueba cuando los precios se mueven en magnitudes que exceden sus márgenes habituales de volatilidad, en sentido igual o contrario a la tendencia de la plaza (50).

Es precisamente tal reacción la que lleva a detectar operaciones sospechosas cuando la alteración excede las variaciones normales de cada especie (51), como también la que prueba esa relación de causalidad determinante entre la tergiversación u omisión de un evento significativo y la variación de los precios, que se exige en la reclamación de daños (52).

D) Las emisoras no se hallan, en principio, obligadas a desmentir rumores, aunque es aconsejable que lo hagan (53). La BCBA pide normalmente explicaciones cuando las versiones son verosímiles e insistentes. Queda librada a la apreciación de la sociedad requerida la respuesta que estime adecuada, pero si la negociación de la especie se ve afectada o se advierten signos de perturbación seria e inminente, la BCBA puede disponer la interrupción transitoria de las cotizaciones (54) hasta que se aclare la situación, normalmente con la debida respuesta de la sociedad, que se difunde de inmediato. El decreto 677/2001 incorporó en la ley 17.811 (art. 13) una disposición habilitante del procedimiento descripto, aunque la autodisciplina bursátil no necesitaba tal permisión.

VI. La obligación de informar

El decreto 677/2001, art. 5, inc. a), impone a los administradores de las emisoras, como también a los integrantes de sus órganos de fiscalización (estos últimos en las materias de su competencia), la obligación de informar "acerca de todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación". Las Normas de la CNV repiten ese enunciado y agregan una enumeración "ejemplificativa de la obligación impuesta", que no releva de informar conforme al deber genérico cualquier otra situación o hecho no mencionado expresamente (Lib. VI, Cap. XXI, arts. 2 y 3). Varias cuestiones surgen al respecto.

A) No todos los supuestos que menciona la enumeración adquieren significatividad cuando se verifican. En rigor, ninguna norma puede decir qué hechos son verdaderamente "aptos" para afectar de modo sustancial la colocación o los precios de los valores, porque esa proclamada aptitud no es intrínseca, determinable ex ante, sino contingente, comprobable ex post. La lista de eventos a informar obligatoriamente responde a la política de divulgación de aquello que normalmente les interesa conocer a los inversores, aunque su difusión no cause movimientos inmediatos de precios (55). A veces, los hechos son la culminación de operaciones o eventualidades que han sido anticipadas de una manera u otra y su publicación no altera el curso de las cotizaciones, porque la plaza ya ha descontado su probabilidad; a veces, también, la comunicación cumple apenas una finalidad de actualizar datos que utilizan los analistas para sus evaluaciones a futuro, subordinadas a contingencias varias.

B) Es decir, los hechos y situaciones que por expresa mención reglamentaria se deben dar a conocer obligatoriamente no son significativos por la sola exigencia de su publicidad. La omisión informativa no genera indefectiblemente un riesgo de aprovechamiento indebido, aunque alguien opere.

Al respecto, durante la vigencia de la Resolución CNV 227 se habían planteado dos interpretaciones posibles: que la infracción fuese de peligro o de daño (56), pero tras la sanción del Decreto 677/2001 se ha sostenido que la exigencia del daño parecería imponerse (57).

Sin duda, quien incumple un deber de informar (sujeto legitimado) es pasible de medidas disciplinarias (58), pero nadie incurre en insider trading por negociar con conocimiento de datos carentes de

significatividad, es decir, sin aptitud para perturbar los precios en "forma sustancial", según el calificativo empleado en el art. 5, inc. a) (59).

Cuando las cotizaciones no se alteran, no vale argüir que la omisión no influyó pero podría haber influido en el curso de las negociaciones, pues ninguna información pasa desapercibida en el mercado, que la incorpora si es relevante o muestra indiferencia si carece de tal cualidad, por una regla económica básica para la formación de los precios de equilibrio.

Un enterado a quien acusen de operar con datos no públicos, que sin embargo no impactaron las pizarras cuando se dieron a conocer, podrá alegar como defensa que no eran importantes y que un inversor razonable —es decir un individuo lúcido y entendedor, según el estándar— no pudo haberlos tomado en consideración. No habrá manera racional de demostrar que la información podía afectar los precios, si la plaza no se inmutó cuando la recibió.

C) Si bien el Decreto se aparta en el art. 5, inc. a) de la definición del art. 2, in fine, cabe advertir, siguiendo lo anteriormente expuesto, que en cuanto se refiere a la información que "de haberse hecho pública... hubiera influido de manera sustancial sobre... el curso de negociación de [los] valores", dicha definición expresa una conjetura no verificable empíricamente, pues tan solo si la información llega a ser conocida y sensibiliza los precios se puede considerar verdaderamente significativa.

D) La comunicación de hechos o situaciones que no se mencionan explícitamente en la lista deviene obligatoria —según el Decreto— cuando "por su importancia" exhiben aptitud para "afectar en forma sustancial" la colocación o la negociación de los valores. Por consiguiente, la omisión de informar tales hechos o situaciones es reprochable solamente cuando la noticia trasciende y los precios experimentan esa alteración.

E) No es exigible la publicación de informaciones todavía no precisas o concretas, tales como los asuntos pendientes de aprobación, que se mantienen habitualmente bajo confidencialidad y cuya noticia prematura podría frustrarlos o generar expectativas que perjudicarían a los inversores si no se concretaran. Tampoco corresponde la divulgación de negociaciones en curso o de acuerdos parciales o susceptibles de revisión, en operaciones complejas que insumen tiempo y pueden variar o quedar sin efecto (60). Rige, entretanto, el deber de guardar reserva de la información, con el consiguiente impedimento legal de usarla en beneficio propio o de terceros hasta que se difunda (61).

F) Toda información concreta que "de hacerse... pública podría influir... de manera sustancial sobre las condiciones o precio de colocación" de los valores debe ser difundida antes de iniciar la distribución primaria, por la emisora u otros obligados. Al respecto, las Normas CNV (Cap. VIII, art. 6) exigen que el órgano de administración manifieste con carácter de declaración jurada, en el encabezamiento del prospecto, que el documento contiene información veraz y suficiente sobre todo hecho relevante, hasta la fecha de su publicación.

El Decreto (art. 35) otorga en tal hipótesis derecho a indemnización de las pérdidas ocasionadas por error u omisión de un aspecto esencial de la información (62), hasta la diferencia entre el precio pagado por el adquirente y el precio del valor negociable a la fecha de iniciación de la demanda o de su anterior enajenación. El texto legal presume juris tantum la relación causal entre el error u omisión y el daño. No parece, sin embargo, que en caso de una omisión informativa a sabiendas se pueda limitar la reparación, si el inversor acredita el nexo con el perjuicio realmente sufrido (Cód. Civ., arts. 1069, 1072 y 1077). Si quienes deben dar a conocer hechos relevantes callan deliberadamente para beneficiarse con el éxito de la distribución, además de incurrir en manipulación y engaño al mercado a criterio de la CNV (Decreto, art. 34), podrían cometer fraude (Código Penal, art. 300, inc. 2).

VII. El deber de guardar reserva y abstenerse de negociar

El Decreto 677/2001 (art. 7) contiene una extensa enumeración de las personas obligadas a "guardar estricta reserva y abstenerse de negociar" cuando posean "información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada o con contratos a término, de futuros y opciones". Tal conducta es exigida "hasta tanto dicha información tenga carácter público", sin que importe quién deba dar la noticia.

Dicho texto —como ya se dijo— no exige que la información exhiba aptitud de afectar "en forma sustancial" la colocación o el curso de las negociaciones, como al imponer el deber de difundirla (art. 5,

a). Es dable interpretar, sin embargo, que el evento debe tener potencialidad para causar un efecto singular y apreciable en los precios, pues si carece de relevancia para alterar la tendencia de la plaza no implica riesgo de insider trading, según lo ya expuesto.

Asimismo, el deber de guardar reserva y la prohibición de operar resultan comprensibles con respecto a valores que ya se negocian en el mercado, cuyas cotizaciones serán afectadas por la información cuando se divulgue; es decir, se busca impedir un beneficio ilegítimo. En cambio, guardar reserva de una información relevante omitida en la colocación primaria (hipótesis considerada en VI, F) contribuiría a la consumación del daño a los inversores; es decir, convalidaría un beneficio ilegítimo. Esta aparente paradoja se debe a que el Decreto menciona conjuntamente la colocación y la cotización de valores, cuyo régimen informativo es diferente: el prospecto, para la primera; la comunicación de eventos significativos, para la segunda. La reserva y la abstención mientras se prepara una oferta primaria se imponen para evitar el efecto que ocasionaría el desliz de la noticia en el mercado secundario de los valores de la emisora o de otros relacionados y hasta en la operación misma; pero la oferta, una vez diseñada, no debe ocultar ningún hecho significativo en el lanzamiento.

Con tales salvedades, agrupamos de la siguiente manera los sujetos comprendidos en la disposición legal, para efectuar el comentario:

A) Los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes y profesionales intervinientes de cualquier entidad autorizada a la oferta pública de valores negociables. Solamente algunos de ellos se hallan legitimados por el Decreto para difundir la información (art. 5, inc. a), pero todos tienen el deber de guardar reserva y abstenerse de operar (art. 7).

Son los enterados primarios, como a veces se los denomina por su relación orgánica, fiduciaria, profesional o laboral con la sociedad de la cual proviene la información, que conocen desde adentro. Con respecto a ellos se desarrolló el principio "divulgar o abstenerse", principalmente en el caso SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. (63).

B) Los mismos sujetos mencionados en A), en la relación que correspondiere con toda persona—individual o colectiva— que haga una oferta pública de adquisición o canje de valores respecto de una entidad autorizada a la oferta pública.

Son enterados temporarios, que quedarían igualmente comprendidos en los enunciados descriptos en E), K) y L). Su mención específica tiene como antecedente la Norma 14e-3 de la SEC, dictada tras el caso Chiarella v. United States (64), en el cual se declaró inaplicable el criterio jurisprudencial "divulgar o abstenerse" a personas ajenas a la sociedad, no obligadas a informar.

C) Los agentes e intermediarios de la oferta pública, expresión que alude sin duda a los agentes y sociedades de bolsa y a los agentes de mercado abierto, pero que puede incluir también otros intermediarios, en la medida que su actuación quede comprendida en la noción de oferta pública ampliada por el Decreto 677/2001 a las "invitaciones que se realicen respecto de actos jurídicos con otros instrumentos financieros de cualquier naturaleza que se negocien en un mercado autorizado, tales como contratos a término, de futuros u opciones" (art. 2).

Una cuestión importante para los intermediarios es el riesgo de responsabilidad directa o indirecta que asumen en el desenvolvimiento normal de sus actividades, por la posesión y eventual uso de datos significativos. La SEC sostuvo en varios casos que bastaba para responsabilizarlos la posesión a sabiendas de información relevante no pública, y algunos fallos siguieron tal criterio, pero otros exigieron probar el uso indebido de esa información. En agosto de 2000, la SEC dictó la Norma 10b5-1, que introdujo la noción de tener conciencia de tal información al operar (65), como también dio salvaguardas para las personas jurídicas (66), con la intención de aclarar las cuestiones planteadas (67).

La Directiva 2003-6 CE es más simple, pues exime de responsabilidad a los intermediarios y los organismos autorizados para actuar como contrapartida en las operaciones, en tanto se limiten a continuar sus negocios legítimos o ejecutar diligentemente las órdenes, según los casos (68).

El Decreto 677/2001 nada dice al respecto. Exceptúa de las prescripciones sobre manipulación y engaño a los hacedores de mercado y especialistas, en la medida que se definan y regulen sus actividades (art. 34 in fine), pero la redacción no parece apropiada en cuanto declara que "no [estarán] comprendidos en [el] artículo los actos realizados conforme a dicha reglamentación", pues tal exención podrá ser válida únicamente si los intermediarios actúan en el curso regular de sus negocios, sin incurrir en las conductas

que la norma prohíbe a cualquier persona (69).

Otra cuestión importante es la relativa a las operaciones programadas. La Norma 10b5-1 de la SEC (punto c, 1) no las considera realizadas "sobre la base de información significativa no pública" si la persona acredita que de buena fe antes de conocer dicha información celebró un contrato para la compra o venta de los valores o dio instrucciones para que operasen por su cuenta o adoptó por escrito un plan de negociación, en todos los casos con especificación de montos, precios, fechas, etc., sin dejar libradas las decisiones al operador y en la medida que las compras y ventas respondan a lo previsto. Nada dice el Decreto 677/2001 acerca de esta modalidad de gestión de cuentas operativas.

D) Los gerentes y depositarios de fondos comunes de inversión (Ley 24.083, arts. 3 y 14 —Adla, LII-C, 2754—), así como los fiduciarios financieros (Ley 24.441, art. 19 —Adla, LV-A, 296—), que son obligatoriamente personas jurídicas según las disposiciones legales que los rigen.

E) En general, cualquier persona que en razón de su cargo o actividad tenga información [acerca de un hecho relevante], enunciado que exigirá interpretación para determinar su alcance (70).

F) Los funcionarios públicos, categoría sumamente amplia, aunque connotada por la frase final del párrafo: "que, en razón de sus tareas, tenga(n) acceso a similar información".

G) Directivos, funcionarios y empleados de la CNV. La Ley 17.811, art. 9, les impone el deber de guardar secreto y remite a las sanciones administrativas y penales correspondientes en caso de violación. El Decreto no deroga expresamente esa disposición, pero especifica las tareas con la frase final del párrafo citada en F).

H) Directivos, funcionarios y empleados de otros organismos públicos de control, si bien será menester considerar en cada caso las disposiciones legales específicas que rigen su desempeño. Vale la connotación de la frase final del párrafo, mencionada en F).

I) Directivos, funcionarios y empleados de: a) las entidades autorreguladas, que en la terminología del Decreto (art. 2) son las bolsas de comercio autorizadas a cotizar valores negociables, los mercados de valores, a término, de futuros u opciones y otras entidades no bursátiles habilitadas por la CNV; b) la Caja de Valores y las sociedades calificadoras de riesgo;

J) Organismos de control privados, que el Decreto no aclara cuáles son. Vale también la acotación de la frase mencionada en F).

K) Cualquier otra persona que en razón de sus tareas tenga acceso a similar información, enunciado que complementa el descripto en el punto E) precedente.

L) Personas que por relación temporaria o accidental con los sujetos mencionados en los puntos anteriores pudieran haber accedido a la información. Abarca relaciones profesionales, cuya inclusión fue referida en *Dirks v. SEC* (71); también ocasionales relaciones de negocios, como en el caso *Soros* (72), aunque por sus particularidades ha suscitado reparos (73).

M) Subordinados y terceros que por la naturaleza de sus funciones hubiesen tenido acceso a la información, lo cual parece una reiteración de los supuestos examinados en E) y K).

Una cuestión no prevista por el Decreto con respecto a los subordinados es la responsabilidad de sus principales, tales como estudios jurídicos o contables, bancos y otras entidades, por el aprovechamiento de información privilegiada. La Ley de valores de 1934, Sección 20-A (texto según la reforma de 1988), prescribe que dichas personas (controlling persons) son responsables cuando tienen conocimiento de la conducta de sus subordinados o incurrir en imprudente descuido y omiten adoptar medidas preventivas apropiadas.

Las Normas CNV (Lib. 6, Cap. XXI 1.3, art. 16) solo disponen que las personas que actúen en entidades autorreguladas o que "por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones" posean información reservada relativa a tales entidades, deben "adoptar las medidas necesarias para que sus subordinados o terceros no accedan" a dicha información.

VIII. Los deberes de lealtad y confidencialidad

La ampliación progresiva de las categorías de enterados, por interpretación de los principios jurídicos aplicables, bien podría ejemplificar esa dialéctica entre norma y realidad que es una constante en la evolución del derecho, como también aquello que se ha dicho de los preceptos, que "están dotados de un contenido cultural y humano; han experimentado un desarrollo histórico y han adoptado formas diversas

de evolución", por lo que al analizarlos en esas direcciones se los ve como en profundidad (74).

A) En el common law la teoría —actualmente considerada clásica— según la cual la antijuridicidad del uso de información privilegiada se basaba en el quebrantamiento de deberes fiduciarios hacia las emisoras o sus accionistas, devenía controvertible en relación con las operaciones realizadas por personas ajenas a tales vínculos societarios, que obtenían datos significativos por otros medios. En el ya mencionado caso *Chiarella v. United States*, la Corte Suprema estadounidense rechazó por ese motivo la aplicación de la Norma 10b-5, si bien con la disidencia de su Presidente, que —según se dice— dio origen a la teoría del apoderamiento indebido (75). Años después, en *Carpenter v. United States* (76), la Corte tampoco logró consenso para aplicar dicha norma, aunque condenó a los acusados por haber transgredido las leyes federales que reprimen el fraude a través del correo. La cuestión tuvo eco en la reforma de 1988, que se considera indirectamente inclinada hacia la nueva fundamentación (77).

Tras varios fallos de las Cortes de Distrito, no todos coincidentes (78), la Corte Suprema sostuvo en *United States v. O'Hagan* (79) que la teoría del apoderamiento indebido "funda la responsabilidad en el fraude del fiduciario, devenido operador, hacia quien confió en él dándole acceso a la información confidencial". Aclaró que ambas teorías se complementan, porque "la teoría clásica apunta a la violación de un deber del enterado dentro de la sociedad hacia los accionistas con quienes negocia, y la teoría del apoderamiento indebido invalida las operaciones concertadas por un ajeno a la sociedad sobre la base de información no pública, en violación de un deber contraído no ante una parte de la negociación, sino ante la fuente de la información. La teoría del apoderamiento indebido —agregó— persigue de tal modo proteger la integridad de los mercados de valores contra abusos de extraños a la sociedad, que tienen acceso a información confidencial que afectará el precio de sus valores cuando se revele, pero no asumen un deber fiduciario o de otra clase hacia sus accionistas".

B) En el derecho latino, el deber societario de lealtad se desarrolló en la doctrina del mandato, porque los códigos decimonónicos remitían a esa figura al reglar la actuación de los administradores, aunque las particularidades de sus cargos no pasaban inadvertidas (80). Con el debate acerca del acto constitutivo de la persona jurídica surgió la teoría orgánica, que fundaba la existencia del ente en la realidad social (81). Luego, la teoría normativa postuló la realidad jurídica (82), pero insatisfactoriamente, pues al escindir la actuación en lo interno y en lo externo apeló a la representación convencional para fundar la expresión de la voluntad social (83). La posterior redefinición del concepto de órgano en la teoría general del derecho (84) permitió superar esa falencia (85) y brindó una explicación coherente de las funciones de gobierno, administración, representación y fiscalización de las personas jurídicas (86).

C) El organicismo societario es modernamente una construcción doctrinaria sumamente elaborada, con fundamentos normativos específicos que no dependen de otras categorías conceptuales (87). La Ley 19.550 lo receptó plenamente (arts. 59, 274, 280 y 298) (88).

Por consiguiente, el deber de lealtad hacia la emisora y los accionistas —que implica la confidencialidad en temas reservados, así como la prohibición de aprovechar la información privilegiada— es inherente a las mencionadas funciones orgánicas de los directores, síndicos y miembros del consejo de vigilancia (89) y se extiende a las funciones gerenciales, no obstante ser de índole laboral (art. 270). Tal deber no nace del mandato, aunque hallaba sustento en el Cód. Civ., art. 1908, y en el Cód. Com., arts. 337 y 346, con anterioridad a la vigencia de la Ley 19.550; tampoco de relaciones fiduciarias, ajenas al organicismo del texto legal.

La confidencialidad, reserva y buena fe que inhiben el aprovechamiento subrepticio de la información relevante pueden resultar también de relaciones extra-societarias —profesionales, laborales, fiduciarias (Ley 24.441, art. 6) o de compromisos asumidos en tratativas de negocios— y de funciones públicas según sus normas éticas.

D) El Decreto 677/2001 no menciona expresamente una relación de lealtad y confidencialidad como fundamento para imponer el deber de guardar reserva y abstenerse de negociar (art. 7). Sin embargo, en los supuestos examinados en el párrafo VII, A) a D), tal relación es inherente a las funciones descriptas, y en los demás supuestos se infiere del texto legal que también debe existir, pues en E) a K) quedan incluidos los sujetos que se informan en razón del cargo, actividad o tareas que desempeñan; en L), por una relación temporaria o accidental, y en M) por la naturaleza de sus funciones. Es decir, acceden a los datos relevantes porque se les permite conocerlos para el cumplimiento de prestaciones específicas o con

motivo de negociaciones determinadas, no por azar y sin nexo alguno con la fuente.

IX. Informantes e informados

El Decreto 677/2001 prohíbe utilizar la información reservada "a fin de obtener para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables, futuros, opciones o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública" (art. 33), prohibición que rige para los sujetos obligados a guardar reserva y abstenerse de negociar (art. 7).

Por un lado, el enunciado es heterodoxo, pues una ventaja de cualquier tipo derivada de cualquier operación relacionada con el régimen de la oferta pública abarca demasiado; la conducta podrá ser ilegal, dado el caso, pero no podrá constituir insider trading si no implica un aprovechamiento de la información para adquirir o enajenar los valores respectivos. Por otro lado, el enunciado es incompleto, pues omite a los terceros beneficiados con la información.

A) Los sujetos a quienes se dirige el Decreto son los que acceden a datos reservados en razón de sus cargos, funciones, tareas o actividades que implican confidencialidad, con las particularidades que hemos referido en los párrafos VII y VIII.

Se infiere, además, que al vedar ventajas "para sí o para otros", el texto legal inhabilita anotar a terceros, como también recomendarles que compren o vendan o que aconsejen a otros en ese sentido (90).

Sin embargo, dichos terceros no quedan comprendidos en el deber de guardar reserva y abstenerse de negociar, cuando reciben la información. El Decreto incluye a "todas aquellas personas que, por relación temporaria o accidental con la sociedad o con los sujetos precedentemente mencionados, pudieran haber accedido a la información" (supuesto examinado en el párrafo VII, letra L), pero los terceros a quienes dichas personas pueden pasarles la información no quedan a su vez en relación temporaria o accidental con la sociedad o con los demás sujetos obligados (91).

B) Las cuestiones que suscita la relación entre informantes (tippers) e informados (tippees) (92) han sido debatidas largamente. El resonante proceso administrativo Cady, Roberts (93), resuelto por la SEC en 1961, concernía precisamente a la conducta de un operador de bolsa a quien le habían pasado una información no pública que, a su vez, había comentado a sus clientes. Años más tarde, en el caso Dirks v. SEC (94), la Corte sostuvo que el informado asume una responsabilidad derivada, por lo que es punible solamente si sabía o debía saber que al comunicarle datos reservados el infidente había quebrantado un deber fiduciario con el propósito de obtener un beneficio personal, doctrina seguida en el caso United States v. Chestman (95) y en otros más recientes (96).

C) En el derecho europeo, el tema causó también impacto (97). En el Reino Unido, el texto sancionado en 1985 suscitó controversias interpretativas (98). En Francia, el delito de comunicar la información a otro fue introducido tras el caso Pechiney (99), pero subsistió la dificultad para perseguir al beneficiario (100), hasta la reforma de 2001 que rige actualmente con modificaciones (CMF, art. L 465-1).

La Directiva 2003-6 CE sigue esa tendencia: enumera los sujetos obligados a guardar reserva y abstenerse, por su participación accionaria en la emisora, cargos en ella, trabajo, profesión o funciones; luego, manda extender el deber a cualquier persona no comprendida en la enumeración "cuando esa persona sepa o hubiera debido saber que se trata de información privilegiada" (art. 4). La norma receptora italiana agrega con "diligencia ordinaria", al imponer la sanción administrativa (101), mientras que la francesa mantiene la exigencia de obrar "con conocimiento de causa", al tipificar el delito, en lo cual sigue la jurisprudencia que ya exigía como elemento moral tener conciencia de poseer datos relevantes no conocidos por el público (102).

X. Las relaciones sociales y familiares

En correlación parcial con lo expuesto anteriormente, las Normas CNV extienden el deber de guardar reserva y abstenerse de negociar a cualquier persona que "por relación social o familiar" con accionistas integrantes del grupo de control o con los sujetos obligados "pueda acceder a la información" (Lib. VI, Cap. XXI.3, art. 15, inc. b).

Sin embargo, el decreto 677/2001 no incluye dichas relaciones en su enumeración, ni confiere atribuciones al organismo de contralor para agregarlas. Más todavía: la mención de las relaciones sociales o familiares a continuación de las temporarias o accidentales que menciona el Decreto confirma que estas últimas son solamente profesionales o de negocios.

Tal avance reglamentario es observable además en lo conceptual, pues las relaciones familiares y

sociales se hallan en los confines que puede alcanzar el lenguaje normativo para determinar el uso ilegítimo de la información relevante, desde que relación es una palabra de notoria vaguedad potencial (103).

A) Un antecedente es *United States v. Chestman*, antes citado, donde se sostuvo que "un deber fiduciario no puede imponerse unilateralmente por confiar a una persona una información reservada". La casuística posterior tuvo oscilaciones.

En agosto de 2000, la SEC dictó la Norma 10b5-2, con la explícita finalidad de aclarar el tema ante la existencia de criterios jurisprudenciales dispares (104). El texto combina afirmaciones y excepciones supuestamente en correlación con las decisiones de los casos que la motivaron.

Considera dicha disposición que existe un deber de confidencialidad y reserva de la información cuando una persona acepta mantenerla en esa condición; cuando entre las personas hay antecedentes, modos o hábitos de compartir confidencias, conforme a los cuales quien recibe la información sabe o debería saber que quien se la comunica espera que preserve la confidencialidad, y también cuando una persona obtiene información relevante no pública de su cónyuge, padres, hijos o hermanos, excepto si demuestra que no tenía un deber de confidencialidad o reserva, acreditando que no sabía ni razonablemente podía haber sabido que la persona de quien proviene la información esperaba que la mantuviese en reserva, por no existir precedentes de confidencialidad, ni compromiso asumido al respecto.

Se ha hecho notar recientemente que dicha norma todavía no ha sido reconocida por la Corte Suprema y que al menos una Corte de Distrito la ha cuestionado, optando por aplicar la doctrina que funda el deber de confidencialidad en las relaciones que se pueden considerar fiduciarias (105).

C) Perseguir a una persona por comprar o vender valores en el mercado, simplemente porque le llegó un comentario o escuchó una conversación acerca de un hecho que puede mover los precios, sin haber faltado a la confianza de nadie, ni haber infringido un deber de reserva inherente a su posición, cargo o tarea, conduciría a la arbitrariedad.

XI. Los movimientos cortos

El Decreto 677/2001 (art. 33) dispone que la diferencia de precios entre compras y ventas de valores o viceversa, realizadas dentro de un período de seis meses por las personas que infrinjan la prohibición de valerse de la información reservada, corresponderá a la emisora "a que se hallaren vinculadas" y será recuperable por ella, sin mengua de las sanciones pertinentes.

A) Dicha norma proviene de la ley estadounidense de 1934 (sección 16, b), que penaliza los movimientos cortos (short swings) de directores, ejecutivos y accionistas con más del 10 % del capital de la sociedad, para desalentar operaciones con información confidencial. Tales personas deben declarar sus tenencias ante la SEC (sección 16, a).

Desde el debate en la Comisión del Senado, se la considera una regla burda (a crude rule of thumb) por su automaticidad, pues prescinde de la prueba del uso ilegítimo de la información (106). También se dice que es una trampa para incautos (a trap for the unwary) (107) y se la critica por imponer "una injusta responsabilidad a personas inocentes", como igualmente porque "cualquier manipulador medianamente lúcido podría en muchos casos estirar sus actividades más de seis meses" para evadirla (108). La jurisprudencia ha desestimado su aplicación en casos que no implican una simple enajenación de acciones por dinero al contado (109). La devolución de las ganancias —se sostiene— corresponde cuando las operaciones han sido un medio para aprovechar ilegítimamente una información significativa (110). El texto actual exime de sanción cuando los valores o los compromisos en ellos basados (swaps) han sido adquiridos de buena fe en relación con una deuda previamente contraída. También faculta a la SEC para excluir otros supuestos (111).

B) El Decreto extiende la sanción —como queda dicho— a todas las personas obligadas a guardar reserva y abstenerse de negociar "que se hallaren vinculadas" a la emisora, expresión que exageradamente podría abarcar cualquier relación con quienes no están obligados a declarar sus tenencias, al no desempeñar funciones orgánicas o gerenciales en las emisoras, ni cargos o tareas en organismos (art. 5, incs. c, d y e). A la vez limita la penalidad, pues introduce una connotación —haber transgredido deberes de reserva y abstención— que permitirá al imputado alegar buena fe, por no conocer ni haber podido conocer la información, su significatividad o su confidencialidad, especialmente cuando no se desempeñe

en la emisora.

Es decir, el decreto no establece la crude rule of thumb, que manda devolver cualquier diferencia, sin que importe si el individuo utilizó o no una información relevante —que quizá no hubo— en el período de las compras y ventas. Lo que dispone es la atribución de las ganancias a la sociedad cuando cualquier persona vinculada incurre en insider trading, destino cuestionable para el producido de actos ilícitos.

C) La acción de recupero corresponde a la emisora y si ella no la inicia dentro de los sesenta días de ser intimada o no la impulsa diligentemente pueden actuar los accionistas; es acumulable a la acción social de responsabilidad (Ley 19.550, art. 276), sin necesidad de aprobación asamblearia, y prescribe a los tres años, contados desde la fecha de la operación.

La intimación deberá provenir de la CNV, única con poderes para investigar a tal fin los movimientos de las carteras de valores, amparados por secreto profesional. ¿Si la emisora o los accionistas no acreditan un uso ilegítimo de datos relevantes, deberán indemnizar el daño patrimonial y moral al imputado?

XII. Las sanciones administrativas

Las sanciones aplicables por el uso ilegítimo de información relevante son las previstas genéricamente en la Ley 17.811 (art. 10), por remisión del Decreto (art. 36), con modificaciones y agregados (art. 39): apercibimiento, multa, inhabilitación hasta cinco años para ejercer funciones suspensión hasta dos años y prohibición de efectuar oferta pública o de actuar en su ámbito. Dos cuestiones principales surgen al respecto.

A) La redacción originaria de la Ley 17.811 (art. 10, inc. b), disponía que en el caso de las personas jurídicas las multas se aplicarán solidariamente a los miembros de sus órganos de administración y de fiscalización, así como también a los gerentes que resultaran responsables. Con ello, según la exposición de motivos, se procuraba evitar que —como ocurría hasta entonces— las medidas afectaran directamente a los inversores y no a los verdaderos responsables de las transgresiones (Cap. II, 6). El fundamento era atendible en la relación de los dirigentes con los accionistas.

La nueva versión dispone que se inculpará solidariamente a los directores, etc., respecto de quienes "se haya determinado responsabilidad individual en la comisión de las conductas sancionadas", especificación que aparece al final, referida a todas las sanciones y no solamente a las multas.

Tal enunciado se adecua a los principios de la responsabilidad orgánica en la Ley 19.550 (arts. 59 y 274), pero en relación con el insider trading se aparta de la tendencia actual, que castiga a las sociedades [\(112\)](#), correlativa de las modernas teorías sobre la imputabilidad de los sujetos colectivos [\(113\)](#), que en nuestro derecho administrativo —vale aclarar— ha sido tradicionalmente admitida [\(114\)](#).

En los Estados Unidos, la ley de valores de 1934 establece la responsabilidad solidaria de las personas controlantes (controlling persons) por los actos ilícitos de sus controlados, a menos que demuestren que actuaron de buena fe y que no los indujeron directa o indirectamente a cometer las transgresiones (Sección 20-a), como fue aclarado en la reforma de 1988 (Sección 21-A), según hemos mencionado anteriormente (párrafo VII, L).

A su vez, la Directiva 2003-6 CE manda prohibir el uso de la información privilegiada a las personas jurídicas y a las personas físicas que participen en las operaciones por cuenta de aquéllas (art. 2°, inc. 2).

Concordantemente, el CMF francés (art. L 465-3) dispone que las personas morales pueden ser declaradas responsables penalmente por utilizar información privilegiada (délit d'initié), en las condiciones previstas en el Código Penal (infracciones cometidas por sus órganos o representantes, no excluyentes de la responsabilidad de las personas físicas autoras o cómplices de los mismos hechos). Las penas son de multa, como también de suspensión, exclusión del mercado y otras, hasta la disolución (Code Pénal, arts. 131-38 y 131-39).

A su vez, el TUF italiano (art. 187-quinquies) impone a la persona colectiva una suma equivalente al monto de la sanción administrativa aplicada los integrantes de sus órganos de representación, administración o dirección (incluso, de unidades con autonomía financiera o funcional) y de vigilancia, como también a las personas que se hallen bajo la dirección o control de aquéllos, por abuso de información privilegiada, entre otras infracciones. Tal responsabilidad es por actos cometidos en interés o ventaja de la entidad, y la sanción se incrementa hasta diez veces el monto del producido o beneficio, cuando es de relevante magnitud. La entidad no responde si demuestra que los autores materiales actuaron exclusivamente en interés propio o de terceros.

B) El aprovechamiento de datos confidenciales obtenidos como resultado de actividades ilícitas, que otras legislaciones prohíben expresamente, no es mencionado en el decreto. La omisión podría ser salvada con las acciones penales que correspondieren, desde que la CNV se halla facultada para denunciar delitos y querellar criminalmente (Ley 17.811, art. 7, inc. d —Adla, XXVIII-B, 1979—).

XIII. La reparación por contemporaneidad

El Decreto 677/2001 (art. 37) introduce una modalidad de indemnización a los inversores, según la cual toda persona que opere en mercados autorizados, en violación de los deberes impuestos en el Título I (régimen de transparencia de la oferta pública) será responsable por el daño causado a todos los que contemporáneamente con las compras o ventas de valores, futuros u opciones objeto de dicha violación hubiesen vendido o comprado (no dice las mismas especies) o vieran afectado un derecho, renta o interés, como consecuencia o en ocasión del quebrantamiento de tales deberes. La indemnización no excederá el equivalente de la ganancia obtenida o la pérdida evitada en las transacciones que implicaron la violación.

Tal disposición se aplica sin perjuicio de lo establecido para los supuestos de retiro voluntario del régimen de la oferta pública y de manipulación o engaño al mercado (arts. 31 y 34).

A) El antecedente es la ley estadounidense de 1934 (sección 20-A, agregada en la reforma de 1988), cuyo texto se refiere estrictamente a operaciones de compra o venta de valores con información relevante no pública (no a violaciones de otros deberes), en correlación con contemporáneas ventas o compras de valores de la misma clase (sin abarcar afectaciones de derechos o acreencias). Se consideran contemporáneas las operaciones realizadas por el inversor durante el mismo período en que operó el inculpado, aunque la divulgación pública de la información privilegiada haya sido posterior [\(115\)](#).

De las indemnizaciones otorgadas por esa vía (limitadas también al resultado obtenido), se detraen las sumas cuya devolución (disgorgement) los transgresores arreglen con la SEC, que las reclama mediante orden judicial y las destina a un fondo para indemnizar a todos los inversores perjudicados, política que tradicionalmente ha tenido en vista [\(116\)](#).

Es una modalidad expresa de reclamo, ideada para obviar inconvenientes probatorios en las demandas por daños según el procedimiento común, que no quita a los inversores la posibilidad de iniciar otras acciones resarcitorias. La sección 20-A(d) las deja a salvo expresamente.

B) En el régimen del decreto, las compras o ventas de los damnificados no ofrecen dificultades para determinar su contemporaneidad a los fines de la indemnización, con el criterio interpretativo antes referido. En cambio, la afectación de "un derecho, renta o interés como consecuencia o en ocasión de la violación de deberes aludida", es decir, en contravención al régimen de transparencia, no parece fácil de correlacionar con las compras o ventas realizadas por el enterado. La afectación puede responder a causas distintas.

C) Cuestión no prevista es si los damnificados contemporáneos pueden reclamar contra la emisora por las ganancias mal habidas en movimientos cortos que ella reclame.

XIV. La responsabilidad civil y societaria

Con anterioridad al decreto, se había sostenido que el insider trading podía generar responsabilidad civil si se daban las condiciones de antijuridicidad, daño, relación causal y atribución por dolo o culpa grave (Cód. Civ., arts. 1072 y 1109), como también la responsabilidad societaria (Ley 19.550, art. 274), dado el caso [\(117\)](#). El texto actual no expresa nada en contra de tal conclusión.

Por imperio de esas disposiciones, el monto máximo demandable por pérdidas de operaciones contemporáneas no debería considerarse limitativo de la indemnización, si el damnificado acredita las mencionadas condiciones legales para reclamar un daño mayor.

XV. El caso Terrabusi

El caso Terrabusi [\(118\)](#) es importante por el fallo de la Corte Suprema de Justicia, que la doctrina ha comentado oportunamente [\(119\)](#), como también interesante por su desarrollo episódico [\(120\)](#).

El caso no exhibía complejidad en los hechos, pues los inculpados eran enterados obvios por su condición de vendedores y por sus cargos o funciones en la sociedad; habían pedido y les había sido concedido no divulgar el precio en discusión; permitieron que se desatara una especulación escandalosa en medio de rumores; violaron sus deberes de mantener reserva y no operar, establecidos no solamente en las reglamentaciones en vigor, sino también en el compromiso que asumieron al aceptar la carta de

intención del comprador, y ganaron dinero con los datos confidenciales que poseían. Todo había quedado probado en el sumario administrativo. Las alternativas del trámite judicial se debieron a interpretaciones legales orientadas hacia valoraciones finalistas, hasta llegar al segundo fallo de la Corte.

En tal ocasión, el dictamen de la Procuración General -al que se remitió el Alto Tribunal en su pronunciamiento- hizo una prolija y razonada elucidación de los hechos de la causa. Desestimó que se deba indagar en la recóndita intencionalidad de los enterados "para determinar si han incurrido o no en las conductas sancionadas" y dio valor a los "datos objetivos y presunciones" que emanen de sus comportamientos. En ello siguió la tendencia actual, que castiga a quien se halla obligado a guardar confidencialidad y opera para obtener un beneficio, conociendo o debiendo conocer que la información es significativa y no pública.

El dictamen negó, además, la naturaleza penal lisa y llana de las sanciones previstas en la Ley 17.811, lo cual ha merecido algún comentario, por cuanto —según se sostiene, con fundamento en autorizada doctrina— el denominado derecho penal administrativo, aplicable a individuos ajenos a las relaciones internas del órgano, debe respetar los principios que rigen para toda norma penal (121).

En rigor, el Dictamen desestimó que la CNV hubiese creado mediante la Resolución General 227 tipos penales en blanco, pues sus disposiciones "no participan —dijo— del carácter penal que se les pretende atribuir", habiendo destacado previamente que las violaciones de tales reglamentaciones "constituyen infracciones administrativas y al respecto la Corte Suprema no ha convalidado la aplicación indiscriminada de los principios que rigen en materia penal respecto de ellas".

XVI. El caso Comercial del Plata

El caso Comercial del Plata (122) involucró a los directores y asesores de su controlante, Solfina S.A., quienes se hallaban en conocimiento de un hecho negativo que acaecería en la controlada.

La Fiscalía emitió un meduloso dictamen en cual consideró primero lo relativo al carácter penal de las sanciones administrativas, sin que al respecto se advierta una divergencia con lo sostenido por la Procuración General en el caso Terrabusi, sino un desarrollo más específico. Opinó que correspondía aplicar el plazo de prescripción del Código de la materia (art. 62, inc. 5), si bien destacó los actos interruptivos que constaban en las actuaciones. Seguidamente, caracterizó las operaciones de los enterados con destacables fundamentos, robustecidos con oportunas menciones de antecedentes jurisprudenciales.

La Sala compartió ese análisis y refutó acertadamente los agravios de los sumariados. Señaló el valor de las presunciones, por entender que dichas operaciones no se singularizan por una evidencia obvia, y destacó el conocimiento de la fecha exacta en que acaecería el incumplimiento que poseían los inculpados y los montos inusuales de las operaciones realizadas por cuenta de la controlante en acciones de la controlada, así como el reprochable obrar (o no obrar) de los directores, que no podían ignorar la información confidencial. Los asesores habían admitido su participación en las operaciones.

XVII. Conclusiones

El decreto 677/2001 —según hemos visto— no contiene una categorización precisa de las operaciones de los enterados, en contraposición con los ordenamientos que las definen y reprimen con penas de prisión o multa, según los sujetos y la gravedad atribuida a las transgresiones. Por tal motivo, hemos intentado una descripción de los elementos configurantes a partir de la materialidad de la información sensitiva, de los sujetos obligados a guardar reserva y de las conductas no permitidas, sin desatender la importancia del escenario donde ellas se manifiestan: el mercado, que suministra los datos empíricos necesarios para la construcción del concepto tipológico (123).

Una interpretación creativa permitirá superar inconsistencias deónticas y aclarar el alcance de las disposiciones, pero la prohibición administrativa genérica no basta. Sería necesaria una tipificación penal para extender la responsabilidad a sujetos (instigadores, cómplices) que quedan al margen de la enumeración pretendidamente exhaustiva del texto vigente.

La reforma legal que sustituya al cuestionable Decreto podrá corregir esas falencias. Entretanto, la actuación de la CNV y la jurisprudencia continuarán seguramente abriendo camino. Porque la materia —como decimos al comienzo— es contenciosa y evolutiva; tanto, que las más promocionadas normativas padecen la sospecha de no ser eficaces para contener sofisticadas modalidades de insider trading, que atraviesan la maraña regulatoria (124).

Especial para La Ley. Derechos reservados (ley 11.723)

(*) Este trabajo fue redactado a partir de las notas que el autor preparó para su presentación del tema en el Instituto de Derecho Empresarial de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires.

(1) Las escuelas de análisis fundamentalista, técnico y aleatorio se basan en el estudio de la información, aunque atribuyan distinta importancia relativa a los datos provenientes de las emisoras, de la economía y la política o de los indicadores gráficos del mercado, según los casos. Cfr. THOMSETT, Michel C., "Mastering Fundamental Analysis". Dearbon Financial Publishing Inc., Chicago, 1998, p. 150 y sigtes.

(2) SCHWARTZ, Robert A., "Equity Markets. Structure, Trading and Performance". Harper and Row, New York, 1988, p. 275 y sigtes., quien sigue el "modelo de expectativas racionales", desarrollado por GROSSMAN, Sanford y STIGLITZ, Joseph en: "Information and Competitive Price Systems", publicado en American Economic Review, May 1976.

(3) ZADRA, Giuseppe: "Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare". Giuffrè, Milano, 1995, p. 63 y 65, entre otros.

(4) MANNE, Henry G., "Insider Trading and the Stock Market". The Free Press, New York, 1966, quien sostiene, p. 77 y sigtes., que en las operaciones con información privilegiada en los mercados de valores no hay contraparte determinada que sufra perjuicio, y que los precios incorporan rápidamente esa información, con lo cual todos los inversores (aunque no necesariamente los especuladores) se benefician. También aprueba dichas operaciones, p. 131 y sigtes., como un modo de compensar el ánimo emprendedor y el espíritu de riesgo de los directores y ejecutivos de las compañías (aunque no ha mantenido este último argumento con la misma enjundia en trabajos posteriores).

(5) LOSS, Louis: "Fundamentals of Securities Regulation". Little, Brown and Co., Boston, 1988, rechaza la tesis de Manne y da una amplia reseña de opiniones en favor y en contra, pp. 544-45. También: HAZEN, Thomas L., "The Law of Securities Regulation". 2nd Ed., West Publishing Co., St. Paul, Minn., 1990, p. 731.

(6) BHATTACHARYA, Sudipo and NICODANO, Giovana: "Insider Trading, Investment, and Liquidity: A Welfare Analysis". En: The Journal of Finance, June 2001, pp. 1141-56, y autores por ellos citados.

(7) MANNE ha contestado las críticas a su tesis y cuestionado la regulación federal del insider trading durante el tiempo transcurrido desde la aparición de su polémico libro hasta la actualidad. Profesor y Decano Emérito de la George Mason University School of Law, como también un decidido partidario de la escuela de derecho y economía, en su reciente artículo "Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the dog that did not bark", publicado en el Journal of Corporation Law, Vol. 31, No. 1, Fall 2005, pp. 167-185, actualiza su visión del tema con nuevos argumentos, y expresa una opinión terminante en contra de la regulación prohibitiva. Disponible en: http://ssrn.com/abstract_id=679662

(8) MC GEE, Robert W., "Two Approaches to Examining the Ethics of Insider Trading". Florida International University School of Accounting, Working Paper, September 2007. Dicho autor comenta diversas posiciones al respecto. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1016572>

(9) Caso Comercial del Plata, CNCom., Sala B, 21/12/06, y Caso Terrabusi S.A., CSJ, 24/4/07.

(10) GARDNER, Simon: "An Introduction to the Law of Trusts", Clarendon Press, Oxford, 1990, p. 225 y sigtes., explica las dos clases de fideicomiso: expreso (express trust) e interpretativo (constructive trust) y dentro de este último las relaciones fiduciarias como una de sus varias modalidades.

(11) HENN, Harry G., ALEXANDER, John R., "Laws of Corporations". 3rd Ed., West Publishing Co., St. Paul, Minn., 1983, p. 625 y sigtes., GOWERS, L.C.B., "Principles of Modern company Law". 5th Ed., Sweet & Maxwell, London, 1992, p. 552, quien destaca que, no obstante, en esa relación los directores no se consideran fiduciarios (trustees), sino agentes (agents), noción próxima a la de mandatario.

(12) BALLANTINE, Henry W., "Corporations". Callaghan and Co., Chicago, 1946, p. 212, cita el criticado caso Board of Commissioners of Tippecanoe County v. Reynolds (1873), en el cual el demandado, presidente y administrador de una pequeña sociedad ferroviaria, le compró al Condado 570 acciones por US\$ 25.650, que se valorizaron en US\$ 342.000 cuando vendió el ferrocarril a otra sociedad

con la cual venía manteniendo negociaciones.

(13) LATTIN, Norman D., "Corporations". 2nd Ed., The Foundation Press, New York, 1971, p. 296, nota 84, sugiere que el caso líder habría sido *Oliver v. Oliver* (Georgia, 1903). También se citan, entre otros precedentes, *Stewart v. Harris* (Kansas, 1904) y *Jacquith v. Mason* (Nebraska, 1916). Cfr. BALLANTINE, op. cit., p. 213, nota 85; MANNE, op. cit., p. 234, notas 2, 3 y 4.

(14) *Hotchkiss v. Fischer* (1932), fallado por la Corte de Kansas, en el cual se fijó un precio de US\$ 1.25, levemente superior al rango de la cotización bursátil. La vendedora le preguntó al comprador —presidente de la sociedad— cuándo se iba a pagar un dividendo, y él le respondió que no sabía, pero le exhibió los últimos estados contables de los cuales surgía un valor patrimonial de US\$ 3.85 por acción. Días después de la transferencia, el directorio declaró un dividendo de US\$ 1 por acción. La Corte estadual entendió que el adquirente había omitido explicar claramente las cifras del balance a la enajenante, una inexperta viuda —según sostuvo— necesitada de dinero, que carecía de conocimientos para interpretar la documentación por sí misma. LATTIN, op. cit., pp. 296-97, quien refiere críticamente el caso, no comparte la exigencia de tal explicación.

(15) *Strong v. Repide* 213 U.S. 419 (1909). El juicio se inició en Manila. Gutiérrez Repide —accionista controlante y gerente general de la sociedad— había recibido amplios poderes para negociar con el Gobierno la venta de unas tierras en las Islas Filipinas. Por intermedio de un agente, que no dijo para quién actuaba, le compró a la actora sus acciones por una décima parte del precio que alcanzaron cuando se concretó la operación inmobiliaria. La Corte entendió que el demandado había cometido fraude, pues la actora no le habría vendido sus acciones si hubiese sabido quién era el comprador, único que podía conocer exactamente el estado de las negociaciones en trámite.

(16) LATTIN, op. cit., p. 298.

(17) LOSS, op. cit., p. 726.

(18) Insider Trading Sanctions Act of 1984; Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988.

(19) RATNER, David, HAZEN, Thomas: *Securities Regulation*, 5th Ed., West Publishing Co., St. Paul, Minn., 1996, p. 677.

(20) BAINBRIDGE, Stephen M., "An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?" University of California School of Law, Law-Econ research Paper 05-5, Los Angeles, January 2005, destaca que "el derecho aplicable a las operaciones de los enterados ha evolucionado a través de una serie de fallos judiciales en un proceso que se asemeja más estrechamente a decisiones de derecho común que a interpretaciones de textos legales". Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=654703>.

(21) GOWERS, op. cit., p. 607.

(22) VAUPLANE, Hubert et BORNET, Jean-Pierre: "Droit de la Bourse". Litec, Paris, 1994, pp. 275-278.

(23) MERLE, Philippe: "Sociétés commerciales". 9e. éd., Dalloz, Paris, 2003, p. 315.

(24) PENNINGTON, Robert R., "Company Law". 6th Ed., Butterworths, London, 1990, p. 399.

(25) CHARLESWORTH, L., MORSE, Geoffrey: "Company Law". 14 th Ed., Sweet and Maxwell, London, 1991, p. 494, mencionan que los directores habían comprado las tenencias de un socio, conociendo la oferta de un tercero por la totalidad de las acciones de la compañía a mayor precio. El Tribunal sostuvo que no había una relación fiduciaria entre los accionistas individualmente considerados y los directores, que obligase a estos a revelar la negociación en trámite.

(26) CHARLESWORTH y MORSE, op. cit., p. 494, comentan que los directores beneficiados con la adquisición de las acciones fueron responsabilizados por haber actuado pretendidamente como agentes de los vendedores, induciéndolos a otorgarles opciones de compra para facilitar una supuesta oferta de fusión.

(27) ASHE, Michael and COUNCELL, Lynne: "Insider Trading". 2nd Ed., Tolley, Surrey, 1993, p. 159.

(28) Financial Services Authority (FSA): *Implementation of the Market Abuse Directive*. London, 2005. Disponible en: www.fsa.gov.uk/pubs/policy

(29) COLE, Margaret: "Insider Dealing in the City". FSA, London, March 2007. Disponible en:

- (30) CARRIERO, Giuseppe: "Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading". Giuffrè, Milano, 1992, p. 112.
- (31) GALGANO, Francesco: "Le società". 15ª ed., Zanichelli, Bologna, 2005, p. 507; LIBONATI, Berardino: *Impresa e società*. Giuffrè, Milano, 2005, p. 135.
- (32) ZORRAQUIN, Eduardo A., "Los mercados de valores y la información a brindar al público inversor. Hechos que pueden afectar la marcha de la empresa o la cotización de los valores". En: *Jurisprudencia Argentina*, 1970-6, p. 889 y sigtes.
- (33) ZAVALA RODRIGUEZ, Carlos J., "Responsabilidad de los directores, gerentes, altos empleados, etc., de la sociedad anónima por la especulación con la venta o compra de acciones, debentures, bonos, etc., de ella". Ponencia remitida al Primer Congreso de Derecho Societario, compartida por aclamación en sesión plenaria. La Cumbre, agosto de 1977. Publicada en: RDCO, 1979, p. 205 y sigtes.
- (34) HALPERIN, Isaac: "Sociedades anónimas". Depalma, Buenos Aires, 1975, p. 450, al explicar el deber de obrar con lealtad (Ley 19.550, art. 59) en relación con las obligaciones fiduciarias del derecho anglosajón, menciona el Informe Jenkins, según el cual un director no debía usar ninguna información adquirida en el desempeño de su cargo para obtener una ventaja impropia, directa o indirectamente, para sí mismo a expensas de la sociedad (nota 200). Agrega una cita de Houin, relativa al abuso de atribuciones en desmedro del interés social cometido al adquirir acciones de una sociedad en vías de absorción (nota 202).
- (35) El vocablo insider se traduce a veces, indistintamente, como adentrado o iniciado (Dictamen de la Procuración General de la Nación en el caso Terrabusi, y autores varios). Sin desmerecer tales acepciones sinónimas, optamos por enterado, para sugerir que ya no importa si el individuo se desenvuelve dentro o fuera de la sociedad (insider o outsider); basta que acceda bajo confidencialidad a una información relevante no pública y la utilice indebidamente, así lo haga por las suyas, ocasionalmente, sin que nadie lo inicie en ningún saber arcano ni le participe ningún secreto. En francés, initié tiene definición léxica.
- (36) KEMELMAJER DE CARLUCCI, Aída: "Un caso de fraude en el mercado de valores: el llamado 'insider trading'". En: *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, 1993, N° 4, p. 147 y sigtes., KENNY, Mario: Nueva regulación del deber de información al público por la Comisión Nacional de Valores. En: RDCO, 1992, p. 85 y sigtes., KENNY, Mario: "Nueva regulación del deber de información al público por la Comisión Nacional de Valores". En: RDCO, 1992, p. 85 y sigtes., entre otros.
- (37) ANAYA, Jaime L., "Los límites de la delegación legislativa (el caso del decreto 677/01)", en: *Sociedades Extranjeras, El Derecho*, Bs. As., 2004, p. 9 y sigtes.
- (38) Examinamos la cuestión en nuestro trabajo "Gobierno societario y mercado de capitales". *El Derecho*, 20/10/2005, p. 1 y sigtes.
- (39) En adelante, citaremos simplemente el Decreto, pero en rigor los artículos corresponden a la numeración del Anexo.
- (40) La Directiva 2003-6 CE, art. 1, ap. 1, define como privilegiada "la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos".
- (41) En este trabajo usamos por comodidad verbal información relevante y también información significativa, como expresiones sinónimas, aunque ambas califican la información como tal, mientras que información privilegiada adiciona una alusión implícita al sujeto que la posee y con esa connotación la preferimos en determinados contextos, sin alterar significados.
- (42) Directiva 2003/124 CE, art.1, ap. 2.
- (43) HAZEN, op. cit., p. 690, cita como caso líder *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457 (2d Cir.1965), donde se definió la significatividad (materiality) de la información con relación a una persona razonable que pudiera asignarle importancia determinante para decidir la operación. Agrega referencias a posteriores fallos que han aplicado —dice— el mismo concepto. Apuntamos que la significatividad se

mencionó en Texas Gulf Sulphur (1968).

(44) The Committee of European Securities Regulators: Second Set of CESR Guidance on the Operation of the Market Abuse Directive, July 2007, Ch. I, 5.

(45) Associazione Italiana fra le Società per Azioni: La disciplina sugli abusi di mercato; gli obblighi di comunicazione per gli emittenti. Circolare N° 48/2006. En: Rivista delle Società, sett.-dic. 2006, p. 1123. El juicio de probabilidad —dice la circular, al comentar el art. 181, inc. 3), ap. a) del Testo Unico della Finanza— tiene características de objetividad, pero es "relativo" en cuanto debe ser formulado en base a la información que posea el insider y a sus peculiaridades subjetivas.

(46) La Comunicazione DME/6027054 de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), del 28/3/06 —explicativa del Reglamento de Emisoras, que sigue las normas comunitarias— aclara que la obligación de informar rige "para circunstancias o eventos respecto de los cuales se haya concluido el respectivo iter de constatación o decisión según las reglas de gobierno de índole legal u organizativa interna aplicables a las propias emisoras, como también para la información privilegiada concerniente a las emisoras que les sea comunicada por terceros". Agrega luego la hipótesis de "verificación de eventos o circunstancias, aun cuando carezcan de formalización" (punto II, a, 5).

(47) Directiva 2003-6-CE, art. 6, ap. 1); Directiva 2003/124 CE, art. 2, ap. 2).

(48) En SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1968), la Corte de Distrito utilizó la expresión "efecto sustancial en el precio de mercado", que ha sido reiterada en otros fallos.

(49) La Directiva 2003-6-CE (art. 1, ap. 1) se refiere a la información que pueda influir "de manera apreciable sobre la cotización".

(50) El Reglamento de Cotización de la BCBA menciona "cualquier hecho no habitual que por su importancia pueda incidir sustancialmente en el curso de la cotización de [los] valores" (art. 23, párrafo primero).

(51) Los sistemas de monitoreo (stock watch), que se utilizan para el seguimiento de las operaciones en los mercados, calculan para cada especie una determinada banda de indiferencia, en función de su volatilidad, es decir, de los promedios de oscilaciones máximas y mínimas de precios con relación al comportamiento del índice sectorial y general del mercado; incluyen también la cantidad habitual de operaciones, sus volúmenes y otros datos. Cuando una especie excede esos parámetros, se enciende una alerta y comienza la investigación del movimiento inusual. Tal comportamiento confirma empíricamente la eficiencia económica del mercado, que incorpora cualquier evento significativo.

(52) HENN y ALEXANDER, op. cit., p. 828; HAZEN, op. cit., p. 700.

(53) La Bolsa de Valores de Nueva York recomienda a las sociedades "actuar rápidamente para disipar infundados rumores que ocasionen en el mercado inusual actividad o variaciones de precios". Company Manual, Rule 202.05. Las reglas operativas del CESR, citadas en nota 44, mencionan genéricamente "circunstancias excepcionales" y dejan a salvo las regulaciones específicas.

(54) Reglamento de Cotización de la BCBA, art. 43, inc. a), texto incorporado el 3/3/99, si bien la Entidad venía aplicando tal política desde mucho antes, con fundamento en sus normas autorregulatorias generales.

(55) Las Normas de la CNV (Lib. VI, Cap. XXI, arts. 2 y 3), incluyen supuestos que el Reglamento de Cotización de la BCBA (art. 23) enumeraba tradicionalmente en función de la experiencia en materia informativa, es decir, en atención a lo que en la plaza se consideraba útil saber, aunque no incidiese en los precios.

(56) OTAEGUI, Julio C., "El deber de guardar reserva y la prohibición de utilizar información privilegiada en la oferta pública". Nota a fallo, en: El Derecho, t. 177, p. 39.

(57) PARRILLI, Roberto: Algunas reflexiones sobre el uso de información privilegiada en el mercado de valores. Consideración de la cuestión en el derecho comparado y nacional (Decreto 677/2001). En: La Ley, 2001-E, párrafo V.

(58) La BCBA ante los atrasos en remitir información obligatoria, formula habitualmente a las emisoras llamados de atención o apercibimientos, que informa a la CNV.

(59) La CNV inicia frecuentemente actuaciones administrativas y, dado el caso, aplica multas a directores, síndicos y gerentes de las emisoras (Ley 17.811, art. 1°, inc. b) por demorar injustificadamente

la presentación de estados contables u otras informaciones. Empero, sin mengua de la importancia que corresponda atribuir a ese ejercicio del poder de policía, muchas veces —por los motivos que exponemos en el texto— la omisión o la difusión tardía no inciden en las cotizaciones, particularmente cuando los valores son de escasa liquidez o las emisoras vienen con problemas de arrastre que ya se conocen. En tales supuestos, el aprovechamiento de datos confidenciales en el mercado se debe descartar cuando no se registran variaciones anormales de precios.

(60) La Directiva 2003-124 CE (art. 3, a y b) prevé tales situaciones.

(61) CARRIERE, Pablo: "I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse". En: *Rivista delle Società*, marzo-giugno 2006, p. 350.

(62) El Decreto (art. 35) dispone que "se considerará esencial aquella información que un inversor común [hubiera] apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores ofrecidos", especificación en la que se advierte una traza del estándar de significatividad, que la jurisprudencia estadounidense exige a los fines de la reparación de daños.

(63) 401 F.2d 833 (1968). La sociedad descubrió yacimientos de zinc y cobre en Ontario. Mantuvo el secreto durante varios meses, hasta determinar la riqueza de los minerales y finiquitar la adquisición de los terrenos, pero ante los rumores que empezaron a cundir en la plaza bursátil dio un comunicado engañoso, poco optimista; cuatro días después difundió otro más completo, que reveló la magnitud del hallazgo. La cotización de las acciones venía subiendo y llegó a US\$ 37. El presidente, directores y profesionales empleados de la sociedad, trece en total, habían comprado acciones u opciones cuando oscilaban en US\$ 19; también habían pasado el dato a parientes y amigos. La SEC acusó a los trece y solamente uno pudo demostrar su ignorancia de los hechos; los demás fueron sentenciados por la Corte de Distrito.

(64) 445 U.S. 222 (1980). Chiarella era empleado de una imprenta de folletos financieros, que leía los textos de ofertas públicas de adquisición recibidos para componer, y aunque en ellos no constaban los nombres de las sociedades objeto de esas operaciones (que se enviaban la noche anterior a la impresión, para preservar el secreto), los deducía de otros documentos, compraba acciones antes del lanzamiento de las ofertas y las vendía luego. En cinco operaciones había obtenido una ganancia total de US\$ 30.000. La Corte rechazó por mayoría la acusación de la SEC, porque Chiarella no tenía ni la obligación de divulgar la información, ni una relación fiduciaria con las sociedades, y porque dicha información no provenía de éstas, sino del mercado. El Presidente Burger sostuvo en disidencia que Chiarella debía ser responsabilizado por haberse apropiado indebidamente de la información que su empleador le había entregado bajo confidencialidad (Cfr. 445 U.S. at 240).

(65) Aclara la Norma 10b5-1 que "los recursos manipulativos y engañosos prohibidos por el artículo 10(b) de la Ley [de 1934] y su Norma integrante 10b-5 comprenden, entre otros hechos, la compra o venta de un valor de cualquier emisor, sobre la base de información relevante no pública respecto de tal valor o emisor, con quebrantamiento de un deber de confianza o reserva que se tiene directa, indirecta o derivativamente hacia el emisor de dicho valor o los accionistas del emisor o cualquier otra persona que es la fuente de esa información relevante no pública" (punto a). Especifica seguidamente que "una compra o venta de un valor de un emisor es "sobre la base de" información significativa no pública acerca de tal valor o emisor si al realizarla la persona era consciente (was aware) de esa información" (punto b).

(66) Dispone la norma citada que una entidad no es responsable si demuestra que la persona que operó en su nombre no tenía conciencia de la relevancia de dicha información, como también que ha implementado razonables políticas y procedimientos para asegurar que los individuos que toman decisiones de inversión no violen las disposiciones que prohíben negociar sobre la base de información relevante no pública (punto c,2).

(67) SEC Release 34-43154.

(68) El Considerando 18 de la citada Directiva declara que el mero hecho de que, en posesión de información privilegiada, los creadores de mercado o los organismos autorizados para actuar como contrapartida se limiten a continuar sus negocios legítimos de compraventa de dichos instrumentos o las entidades autorizadas para actuar por cuenta propia o de terceros se limiten a ejecutar una orden diligentemente, no debe considerarse de por sí una utilización de tal información privilegiada.

(69) La sección 16(d) de la Securities Exchange Act 1934, antecedente material de la disposición comentada, es más precisa al respecto.

(70) La Directiva 2003-6 CE, art. 2, c) es más concreta cuando impone la prohibición "por tener [la persona] acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones".

(71) 463 U.S. 646 (1983). El fallo no definió el tema, pero en la nota 14 la Corte hizo la caracterización de los temporary insiders que se cita habitualmente. "En ciertas circunstancias —dijo— como cuando la información societaria es revelada legítimamente a un underwriter, contador, abogado o consultor que trabaja para la sociedad, tales outsiders pueden devenir fiduciarios de los accionistas. La base para reconocer este deber fiduciario no es simplemente que tales personas adquieren información societaria no pública, sino más bien que han entrado en una relación especial de confidencialidad en la conducción de los negocios de la empresa y se les ha dado acceso a la información solamente para propósitos societarios" Aclaró la Corte: "para que tal deber se imponga, sin embargo, la sociedad debe esperar del outsider que mantenga la confidencialidad de la información suministrada, y la relación debe al menos implicarla".

(72) Fallo de la Corte de Casación francesa, del 14/6/06. Marceau Investissement planeaba tomar una participación significativa en el Banco Société Générale, en el año 1988. Su Presidente, Georges Pébereau, buscó interesar a otros potenciales inversores, entre ellos Georges Soros, directivo de Quantum Fund. Un colaborador de Soros se reunió con Pébereau y obtuvo información detallada de la operación en vista. Entretanto, cundían los rumores. Soros no aceptó involucrar a su Fondo en la adquisición, que después no se concretó, pero durante el tiempo que duró la suba desatada por las versiones compró y vendió acciones del Banco, en Londres y en París. Tras un largo y comentado pleito, Soros fue sancionado con pena de multa por sus operaciones en la plaza francesa. Otros procesados recibieron el beneficio de la duda. Síntesis en: *Revue des Sociétés*, janvier-mars 2007, p. 125 y sigtes.

(73) BOULOC, Bernard: "Délit d'initié: quasi-épilogue du raïd sur la Société Générale" (nota al fallo), en la *Revue des Sociétés*, citada, p. 131 y sigtes., observa la posición "muy represiva" de la Cámara Criminal, pues el inculpado había adquirido los valores con posterioridad a la difusión de rumores o información imprecisa.

(74) SOLER, Sebastián: "Interpretación de la ley". Ediciones Ariel, Barcelona, 1962, p. 192.

(75) El Juez Burger sostuvo en minoría que Chiarella había perpetrado un apoderamiento indebido (misappropriation) de información proveniente de terceros, que su empleador —el imprentero— le había entregado bajo confidencialidad para su tarea (445 U.S. at 240).

(76) 484 U.S. 19 (1987). Protagonista principal del caso fue R. Foster Winans, un columnista del Wall Street Journal, quien ejercía influencia en los precios de las acciones que mencionaba en sus comentarios, leídos por muchos inversores. Contraviniendo la política de reserva del periódico, anticipó el contenido de sus notas durante varios meses a dos agentes de bolsa, quienes con otro partícipe compraron o vendieron las acciones correspondientes, según la opinión que sobre ellas se iba a publicar. Ganaron US\$ 690.000 y a Winans le pagaron US\$ 30.000 simuladamente a través de su compañero de cuarto, David Carpenter, instigador y cómplice. La Corte no aplicó la Norma 10b-5 al dictar la condena porque se dividió 4-4 con respecto a si había o no una violación de deberes fiduciarios.

(77) PRENTICE, Robert A., "Law of Business Organizations and Securities Regulation". 2nd Ed., Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1994, p. 711, entre otros.

(78) STEINBERG, Marc I., "Securities Regulation". 2nd Ed., Matthew Bender & Co., New York, 1993, p. 964, entre otros.

(79) 521 U.S. 642 (1997). James O'Hagan era socio de Dorsey & Whitney, estudio jurídico que representaba a Grand Metropolitan (Grand Met) en la preparación de una oferta pública de adquisición de acciones de Pillsbury Co. Aunque no intervenía personalmente en la operación, O'Hagan poseía información confidencial y valiéndose de ella compró opciones call de las acciones de la sociedad en vista, cuyo precio subió apreciablemente cuando se conoció la oferta. Obtuvo así una ganancia algo superior a US\$ 4.000.000. En su defensa, alegó que ni él ni el estudio al que pertenecía tenían un deber fiduciario hacia Pillsbury, por lo cual no había cometido fraude al adquirir las opciones de compra de sus acciones. La Corte rechazó por mayoría (6-3) tal argumento y sostuvo que O'Hagan había incurrido en apoderamiento indebido de la información confidencial, por lo que revocó la sentencia que lo había

absuelto.

(80) VIVANTE, Cesare: "Trattato di diritto commerciale", Vallardi, Milano, 3ª ed., t. II, núm. 552, p. 358, sostenía que los directores eran mandatarios de la asamblea y magistrados sociales.

(81) Enunciada por Otto von GIERKE (circa 1887), la teoría orgánica proponía una realidad psicológica, contrapuesta a la *fictio juris* de Savigny, aunque ésta abrió el camino a la teoría normativa actual.

(82) FERRARA, Francesco: "Teoria delle persone giuridiche". Napoli-Torino, 1915, quien negaba que la noción de órgano tuviese significado jurídico.

(83) Esta distinción se mantuvo durante mucho tiempo en la doctrina italiana. Cfr. MINERVINI, Gustavo: *Gli Amministratori di società per azioni*. Giuffrè, Milano, 1956, p. 2; también CHIOMENTI, Filippo: "La revoca delle deliberazioni assembleari". Giuffrè, Milano, 1969, p. 79. Ello pese a la autorizada opinión de VIVANTE, op. cit., t. II, núm. p. 283, quien sostenía que la asamblea podía, dado el caso, ejecutar sus resoluciones sin la necesaria intervención de otros órganos. Posteriormente, la doctrina se inclinó hacia esta interpretación. Cfr. COTTINO, Gastone: "Le società", 4ª ed., Cedam, Padova, 1999, vol. I, t. II, p. 334.

(84) KELSEN, Hans: "Théorie pure du droit". (Versión francesa de la segunda edición alemana), Dalloz, Paris, 1962, p. 234 y sigtes.

(85) ARENA, Andrea: "Le società, in quanto persone giuridiche, agiscono direttamente, non a mezzo di rappresentanti", en: *2 Studi in memoria di Tullio Ascarelli*, Giuffrè, Milano, 1969, Vol. V, p. 2535.

(86) COLOMBRES, Gervasio: "La teoría del órgano en la sociedad anónima". Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1964, 126 pp., aportó una destacable contribución doctrinaria en nuestro medio, inspirada en la teoría kelseniana.

(87) En los ordenamientos latinos que tuvieron clara influencia en nuestra Ley 19.550, la evolución se advierte nítidamente: I) En Francia, las leyes de 1940 y 1943 esbozaron la nueva concepción de los órganos de la persona moral (con influencia de la ley alemana de 1937), que pasó a la ley de 1966. Cfr. GOURLAY, Pierre G., "Le conseil d'administration de la société anonyme". Sirey, Paris, 1971, p. 7. La jurisprudencia ha seguido esa orientación. Cfr. MERLE, op. cit., p. 435 y sigtes. En la doctrina más reciente se llega a sostener, pragmáticamente, que el deber de lealtad del dirigente deriva de la función misma que desempeña, sin que importe si se lo mira como un mandatario social o como un órgano legal. GODON, Laurent: "Précisions quant au fondement juridique du devoir de loyauté du dirigeant social envers les associés" (Nota a fallo), en: *Revue des Sociétés*, janvier-mars 2005, p. 140 y sigtes., II) La reforma al código civil italiano introducida por el decreto del 17/1/03 suprimió la remisión a la diligencia del mandatario (art. 2392) que contenía la versión de 1942, si bien la doctrina había aceptado el organicismo mucho antes, como ha sido expuesto.

(88) COLOMBRES, Gervasio: "Curso de derecho societario". Abeledo-Perrot, 1972, p. 143 y sigtes., entre otros.

(89) HALPERIN, I., op. cit., p. 450.

(90) Las Normas (Lib. VI. Cap. XXI, art. 26) especifican, de manera similar a lo prescripto por la Directiva 2003-6 CE (art. 3), que la obligación de guardar reserva implica la prohibición de comunicar la información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o función, como también recomendarles que adquieran o cedan valores negociables, futuros u opciones o que hagan que otros los adquieran o cedan, basándose en dicha información.

(91) La cadena informante-informado puede estar integrada por varios eslabones no equivalentes, dada la diversidad de sujetos comprendidos en la enumeración del Decreto. Supongamos que A es un enterado primario, obligado a guardar reserva y abstenerse de negociar, que comenta confidencialmente el hecho significativo a B, un conocido de muchos años; B menciona la novedad a C, quien a su vez se la pasa a D, que no mantiene con A o B relación alguna, ni temporaria ni accidental; D habla con otras personas. Mientras A y B se abstienen, los demás operan, los precios exhiben sensibilidad y comienza a correr el rumor. ¿Quiénes podrían ser sancionados por insider trading en tal hipótesis? Si aceptáramos que ser conocido de alguien equivale a una relación en el lenguaje del Decreto (aunque temporaria o accidental sería en tal caso una calificación absurda), quizás B —que solamente se abstuvo de negociar— habría infringido el deber de guardar reserva; pero C, D y todos los que siguen ya no estaban

comprendidos en la prohibición, al no mantener relación alguna con A, único incluido entre "los sujetos precedentemente mencionados" (art. 33), por cuya no elucidada relación personal B habría quedado comprometido.

(92) El término *tippee* fue acuñado por Louis Loss, Profesor de la Harvard Law School (op. cit., p. 740, nota 66); los autores le reconocen ese acierto (Gowers, op. cit., p. 627, nota 45). Lo traducimos como informado, aunque quizás también se podría decir dateado, ya que el Diccionario del Habla de los Argentinos, editado por la Academia Argentina de Letras (La Nación, 2003), registra dato y datero, que serían equivalentes de tip y tipper, aunque para este último preferimos usar informante o infidente.

(93) 40 S.E.C 907. El directorio de la sociedad Curtis-Wright resolvió disminuir un dividendo previamente anunciado. Durante un intervalo de la reunión, uno de los directores, que trabajaba además en la casa de bolsa Cady, Roberts & Co., inscripta en la NYSE, comunicó la noticia a uno de sus operadores. Este avisó inmediatamente a sus clientes, que vendieron sus acciones, antes que se difundiera la noticia y los precios bajaran. El operador fue sancionado por la SEC y suspendido por la NYSE. La SEC se basó en la existencia de una relación que daba acceso a una información disponible solo para un propósito societario y no para el beneficio personal de nadie, y en la injusticia que comete quien saca ventaja de tal información sabiendo que no es accesible para aquellos con quienes negocia.

(94) 463 U.S. 646 (1984). Dirks era un ejecutivo de una casa de bolsa, que recibió una denuncia de un ex empleado del Equity Funding of America, acerca de la sobrevaluación de los activos de esa entidad mediante prácticas fraudulentas tales como la falsificación de pólizas de seguro. Dirks comenzó a investigar y los administradores del fondo negaron los cargos, pero otros empleados le dieron alguna confirmación. Entonces, habló del asunto con clientes e inversores, que vendieron acciones del Equity Funding. Se comunicó, además, con el Wall Street Journal, que declinó seguir el tema. Las acciones bajaron abruptamente y la NYSE interrumpió la negociación. Se descubrió el fraude y recién entonces el diario publicó un artículo con la información suministrada por Dirks, quien no había negociado acciones del Equity Funding, ni tampoco su casa de bolsa. La SEC lo acusó por haber conversado con personas que operaron con los datos que les dio. Condenado en primera y segunda instancia, fue absuelto por la Corte porque no había tenido el propósito de obtener un beneficio para sí mismo, sino denunciar un fraude.

(95) 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991). La familia Waldbaum, que poseía el 51 % de las acciones de la sociedad del mismo nombre, firmó un compromiso para transferirlas a una cadena de supermercados, que haría una oferta de adquisición a los demás accionistas, al mismo precio. Ira Waldbaum se lo dijo a su hermana, quien se lo transmitió a su hija y ésta a su marido Keith Loeb. Todas pidieron a su turno no comentar nada a personas ajenas a la familia porque "se podía arruinar la venta". Loeb se lo mencionó a su agente de bolsa, Robert Chestman, quien compró acciones a precios que prácticamente se duplicaron cuando se supo la noticia. La Corte de Distrito sostuvo que Loeb no tenía un deber fiduciario ante su esposa ni ante la familia Waldbaum, por lo cual no había cometido fraude. En consecuencia, tampoco Chestman era punible como cómplice o beneficiario.

(96) United States v. O'Hagan 521 U.S. 642 (1997), citado en nota 79; United States v. Cassese 290 F.Supp. 2d 443, S.D.N.Y (2005), y otros.

(97) Cuando se publicó en el Reino Unido, en 1973, el Libro Blanco que proponía el castigo de los *tippees*, el Editor Financiero del Sunday Times lo llamó *The crime of being something in the City* (el crimen de las buenas relaciones en la City). En Francia se lo denomina *le délit de dîner en ville* (el delito de cenar en la zona céntrica de negocios).

(98) GOWERS, op. cit., p. 628.

(99) En 1988, Pechiney, sociedad francesa nacionalizada, decidió lanzar una OPA sobre Triangle, que cotizaba en Nueva York, particularmente por el interés en su filial American National Can, especializada en embalajes, uno de los rubros de Pechiney, que incluía otros tan dispares como aluminio y electro-metalurgia. Los precios se agitaron, la SEC inició una investigación y pidió cooperación a su par francesa, la Commission des Opérations de Bourse (COB). El affaire involucró a hombres de negocios, algunos cercanos al gobierno, beneficiados con la información privilegiada. Probar las conductas ilegales resultó sumamente difícil, aunque un libanés, Samir Traboulsi, que actuaba como representante de la parte estadounidense en la operación, fue condenado por operaciones cuyas órdenes había dado en Francia para ser concertadas en Estados Unidos, lo que motivó encendidos comentarios relacionados con la

extraterritorialidad del delito y otros aspectos procesales. Ver nota de JEANDIDIER, Wilfrid: "Délit d'initié; marché concerné et structure matérielle de l'infraction", en: *Revue des Sociétés*, avril-june 1993, p. 442 y sigtes.

(100) VAUPLANE et BORNET, op. cit., p. 279.

(101) TUF, art. 187 bis, inc. 4).

(102) PEZARD, Alice: "Droit des marchés monétaire et boursier". Editions JNA, Paris, 1994, p. 464.

(103) CARRIO, Genaro R., "Notas sobre derecho y lenguaje", Buenos Aires, Abeledo-Perrot, 1973, p. 46, se refiere a los problemas para adjudicar sentido a las normas jurídicas en los casos que caen en la "zona de penumbra" del significado de las palabras. Si la adjudicación no es arbitraria, "estará guiada por ciertos standards valorativos, sociales, políticos, económicos, etc., a la luz de los cuales se aprecian y sopesan las consecuencias de la inclusión o exclusión".

(104) SEC: Release 34-43154, punto III, B-1.

(105) HILER, Bruce, KUCZAJDA, Tom, HELM, Anne M., "Insider Trading and Hedging Pipes". Washington, 29/11/2007, quienes citan el caso *United States v. Kim*, 184 F. Supp. 2d 1014 (2002), en el cual la Corte del Segundo Circuito resolvió que "un acuerdo expreso puede suministrar fundamentos para una responsabilidad por apoderamiento indebido solamente si establece una relación con las notas distintivas de una relación fiduciaria". Agregan que dicha Corte aplicó la doctrina del caso *Chestman* y de otros anteriores. Disponible en: www.mondaq.com

(106) LOSS, op. cit., p. 547; HAZEN, op. cit., p. 634, y otros.

(107) PRENTICE, op. cit., p. 673.

(108) JENNINGS, Richad W., MARSH Jr, Harold, COFFEE Jr, John C., "Securities Regulation; Cases and Materials". The Foundation Press, 7th Ed., New York, 1992, p. 1363 y sigtes.

(109) En el caso *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*, 411 U.S. 582 (1973), la Corte Suprema definió las excepciones como operaciones "no ortodoxas", noción que se aplica desde entonces.

(110) COX, James D., HILLMAN, Robert W., LANGEVOORT, Donald C., "Securities Regulation; Cases and Materials". Aspen Law & Business, New York, 1997, p. 820.

(111) Las Normas 16b-1, 16b-2, 16b-3, entre otras, dejan a salvo la compraventa de valores de sociedades de inversión, operaciones en bloque, planes de empleados, etc.

(112) SANTI, Francesco: "La responsabilità delle persone giuridiche per illeciti penali e per illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato". En: *Ban. Bor. Tit. Cred.*, gennaio-febbraio 2006, p. 81 y sigtes.

(113) MAGLIE, Cristina: "L'etica e il mercato; la responsabilità penale delle società". Giuffrè, Milano, 2002, aporta una amplia investigación comparatista al respecto.

(114) MARIENHOFF, Miguel S., "Tratado de derecho administrativo". Abeledo-Perrot, Bs. As., t. IV, 3ª ed., 1980, p. 592.

(115) PRENTICE, op. cit., p. 724.

(116) GEORGES, Alain: "L'utilisation en bourse d'informations privilégiées dans le droit des Etats-Unis". *Economica*, París, 1976, p.101, menciona que en *Texas Gulf Sulphur* la SEC pedía la devolución de las acciones a los vendedores, pero como no se sabía quiénes eran, las ganancias obtenidas por los condenados (directores y ejecutivos) ingresaron a la sociedad.

(117) OTAEGUI, op. cit., p. 39.

(118) CSJ, 24/4/2007. Con fecha 3/12/93, los accionistas Montagna y Reyes Terrabusi, aceptaron una carta de intención de Nabisco Internacional Inc., para comprar sus tenencias, así como las de otros accionistas del grupo controlante de la sociedad (71,26 % del capital social) a \$ 5,80 por acción. Días después informaron al directorio que iniciaban las negociaciones y comunicaron la noticia a la CNV, pero solicitaron reserva del precio, todavía no definitivo, que les fue acordada. Dicho precio se elevó posteriormente a \$ 6,50, en medio de rumores -negados primero y validados después- que movían las cotizaciones en sube y baja. Entretanto, los sumariados alimentaron el rush bursátil con inusuales volúmenes de compras y ventas, que llegaron a representar altos porcentajes de las ruedas en el mercado de valores; obtuvieron importantes diferencias, cuyos montos les fueron acreditados en sus cuentas respectivas. Montagna, principal negociador con Nabisco, daba las órdenes al agente de bolsa que operaba

para los integrantes del grupo, lo que toda la plaza conocía. Después sostuvo que era un simple mensajero y los otros vendedores alegaron no haber tenido conocimiento del precio final en la fecha presunta, aunque ocupaban funciones directivas, gerenciales o de consultoría en la sociedad, o no haberse beneficiado con la información. Tras un debatido trámite, las multas aplicadas por la CNV fueron confirmadas por la Corte. La resolución administrativa, los dictámenes y los fallos se hallan disponibles en el sitio web de la CNV: www.cnv.gov.ar/resoluc_fin.asp#9

(119) FARGOSI, Horacio P., RUSSO, Mariana S., "Consideraciones sobre las sanciones aplicables por la Comisión Nacional de Valores en materia de "insider trading"". Nota a fallo, en: LA LEY, 2007-D, 677 y sigtes., CAMERINI, Marcelo A., "La transparencia en el mercado de capitales". Ad-Hoc, Buenos Aires, 2007, p. 300 y sigtes., CASTIGLIONI Rita, POLITO, Mariana: "La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores: el fenómeno del insider trading". Nota a fallo, en: El Derecho, 13/6/2007, p. 1 y sigtes., entre otros.

(120) Las multas aplicadas por la CNV fueron apeladas y confirmadas por la CNCom., Sala A, el 5/12/97. Los sancionados interpusieron recurso extraordinario, la Corte revocó lo decidido y mandó dictar nueva sentencia, el 27/9/01. La CNCom., Sala D, dejó sin efecto las sanciones, el 27/8/02; la CNV interpuso recurso extraordinario; la Corte revocó la sentencia absolutoria y confirmó las multas, el 24/4/2007.

(121) FARGOSI y RUSSO, op. cit., p. 6.

(122) CNCom., Sala B, 21/12/06. Los directores y asesores de Solfina S.A., sabían con certeza que la controlada Comercial del Plata S.A., no atendería el pago de los servicios de sus obligaciones negociables. Vendieron acciones de esta última, antes del incumplimiento y la consiguiente baja de las cotizaciones. No obtuvieron beneficio positivo, sino que recortaron las pérdidas que experimentó Solfina al desprenderse de acciones, pretendidamente para obtener fondos y hacer frente a operaciones de caución. Los argumentos esgrimidos fueron desbaratados, pues no acreditaron los insiders que Solfina tuviese el constreñimiento de levantar los compromisos alegados, de los que no constaban reclamos; ni que algunos de ellos fueran ajenos a las operaciones, ni que la plaza accionaria hubiese descontado el incumplimiento en ciernes de Comercial del Plata, pues —aunque la posible mora se comentaba— los precios fueron afectados indiscutiblemente por la noticia, es decir, subsistía la duda hasta ese momento.

(123) ASCARELLI, Tullio: "Problemi giuridici", Giuffrè, Milano, 1959, p. 75, distingue los conceptos tipológicos, contruidos con datos de la realidad, y los normativos, que sintetizan la disciplina aplicable. IHERING, precursoramente, hablaba de elementos independientes y no independientes (El espíritu del derecho romano, 5ª ed., Bailly-Baillière, Madrid, t. III, § XLIV, p. 41).

(124) BODNARUK, Andriy, MASSA, Massimo, SIMONOV Andrei: "The Dark Role of Investment Banks in the Market for Corporate Control". Diciembre de 2007. Investigadores, respectivamente, de la Universidad de Maastricht, del INSEAD de Francia y de la Escuela de Economía de la Universidad de Estocolmo, sostienen en su muy documentado trabajo que los bancos de inversión dedicados al asesoramiento en operaciones de adquisición del control poseen información privilegiada que pueden aprovechar directamente para invertir en los valores de las sociedades en vista. Sus conclusiones, debatidas en reuniones internacionales, han sacudido el ambiente regulatorio y periodístico especializado. Disponible en: www.ssrn.com/abstract=966202.

© Thomson Reuters