

Comisión III.

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

CARLOS JUAN ZAVALA RODRÍGUEZ.

I. *La legislación de los deberes, obligaciones y responsabilidad de los directores —leyes 19.550 y 17.811— no resulta apta para impedir y reprimir adecuadamente los actos o maniobras de los directores, gerentes y altos empleados de las sociedades anónimas, que pueden perjudicar directa o indirectamente a la sociedad, a los accionistas o a terceros.*

II. *Por ello cabría incorporar a la legislación argentina disposiciones que comprendieran normas similares a las que se han dictado en los derechos americano e inglés, que tienden a moralizar la venta y comercialización de esos títulos en las bolsas o fuera de ellas, a evitar la especulación y a reprimir los abusos que de esta manera se puedan cometer.*

1. — En los Estados Unidos el desenvolvimiento de la gran sociedad anónima ha conducido en fecha cercana a una reconsideración de su estructura interna y a una preocupación por la tutela de aquellos accionistas que aun siendo una mayoría numérica de hecho, se hallan en minoría, por estar entre ellos divididos, frente a los grupos de control, organizados (Corapi, *L'insider trading, nella società per azioni americana*, en "Riv. Dir. Comm.", 1968-I, p. 288).

Eso ha provocado una notable evolución legislativa y judicial que difiere en muchos matices de la que se ha presentado en Europa, salvo en Inglaterra, donde también se ha encarado el problema en fecha reciente.

2. — *Insider*, en los E. U. se denomina cualquier accionista o funcionario de la sociedad por acciones con poder de control o ad-

ministración que se halle en la posición de poder influir sobre el desarrollo o administración interna de la sociedad.

Con respecto a ellos, la S.E.C. y la justicia han fijado *un límite a la posibilidad de sacar ventajas a esa posición*¹.

Se ha establecido así que *cuanto se haya cobrado por la venta de un paquete de acciones de control por parte de un insider, debe ser devuelto a la sociedad, en los límites en que exceda al valor del mercado de las acciones y compense o pague específicamente (es decir, el precio de la adquisición del control)*.

También debe ser devuelta a la sociedad cualquier otra ganancia obtenida por el *insider* para él, valiéndose de su posición en la organización societaria.

Esta institución del *insider* ha evolucionado y ha dado lugar, después, a un movimiento más general hacia la reconsideración de la relación entre los *insiders* y aquellos que tienen los títulos u acciones de la sociedad (comisionistas de bolsa).

Berle y Means, en su clásica obra *The modern corporations and private property*, consideraban ya que las maniobras sobre el mercado accionario, por obra de los dirigentes, eran uno de los más grandes motivos de los desarreglos, en el funcionamiento del mecanismo societario en las grandes *corporations*.

Auspiciaban una *disciplina más rigurosa* de las *operaciones sobre títulos*, de parte del administrador. Consideraban que la "verdadera solución" del problema consiste no en establecer prohibiciones a cargo de los administradores, sino en disponer normas que *obliguen a la sociedad anónima a la completa divulgación de todos los elementos relevantes que puedan hacer variar la valuación del mercado a las acciones*.

Roosevelt acogió en el *New Deal* la invitación de una más amplia publicidad de los negocios sociales, sancionando también precisas obligaciones y prohibiciones para los *insiders*.

La sec. 16 de la S.E.C. de 1934, inc. a, impuso a los socios de una sociedad que cotiza en bolsa, que posea al menos el 10 % de las acciones emitidas, y a los administradores, funcionarios que posean acciones de la sociedad, cualquiera que sea su monto, a hacer públicas todas las operaciones relativas a las acciones que poseen, inscribiéndolas en un registro especial llevado por la S.E.C.

¹ El diccionario dice: "*insider*": el que ocupa situación ventajosa o posee informes *secretos* o de *primera mano*.

En el inc. *b* del mismo artículo, después de prohibir el uso injusto (*unfair*) de las informaciones obtenidas en virtud de su posición en los problemas internos de la sociedad, impone a esas personas la obligación de dejar trascurrir un período de, por lo menos, 6 meses antes de realizar otra operación relativa a los títulos de la sociedad.

3. — Esta disposición, aunque muy precisa, no impide que un *insider*, trascurrido el término establecido en la ley, pueda sacar, no obstante, ventajas de su posición.

La norma sancionada por la sec. 16 del S.E. Act 1934 (y que la reforma de 1964 extendió a las sociedades no cotizadas en bolsa, que tengan, sin embargo, un capital de por lo menos un millón de dólares o bien un número de accionistas superior a 5.000), aparece, como una acción de la publicidad que puede prevenir un fraude, pero no llega a constituir una total prevención del *insider trading*, o sea, de prohibición de valerse de informaciones reservadas, ilícitas *in se y per se*.

Es interesante destacar la evolución de la interpretación en los E. U. de la S.E.C. que busca extender el empleo de una norma, la *rule 10 b-5* por ella misma formulada en 1944, en virtud de su poder de reglamentación autónoma.

La *rule 10 b-5* fue sancionada sobre todo para evitar el *peligro de fraude* en la *emisión* de los títulos o en su negociación de parte de los *agentes de cambio*. La *rule 10 b-5* establece: 1. "Es ilícito para cualquier persona: 1) emplear los instrumentos de la Bolsa de Valores o del Correo para poner en ejecución cualquier esquema o artificio, con intención fraudulenta; 2) o para consignar declaraciones falsas en torno de las circunstancias de hecho relevantes o para omitir, respecto de tales circunstancias, las declaraciones necesarias para evitar los equívocos; 3) o para poner en ejecución cualquier acto fraudulento frente a otro sujeto, con referencia a la negociación de un título accionario u obligacionario".

La norma ha permitido incluir la actuación o silencio fraudulentos del *insider trading* que no sólo es un director, sino que puede ser un dirigente o funcionario de la sociedad anónima o un empleado que tenga acceso a las informaciones reservadas de la sociedad, que deben manejarse siempre con buena fe, secreto profesional, tino y acierto.

Recuérdese lo que establece el art. 902 de nuestro Código Civil: "Cuanto mayor sea el deber de obrar con prudencia y pleno conoci-

miento de las cosas, mayor será la obligación que resulte de las consecuencias positivas de los hechos" (ver art. 512, C. Civil).

Los primeros casos en que se empleó la *rule 10 b-5* fue invocándola como fundamento de *Speed v. Transamerica*, que no eran operaciones sobre títulos en trámite negociados en la Bolsa, sino que implicaba la venta de una parte sustancial de las acciones de una sociedad anónima.

Se puede deducir, pues, que en tales casos no se buscaba afectar todavía directamente al *insider trading*, y sólo se refería a la hipótesis en que tal práctica constituía una verdadera y propia operación dolosa y fraudulenta.

La S.E.C., partiendo de esos primeros casos, ha seguido una política de intervenciones siempre más amplia contra el *insider trading* que aparecía bien manifiestamente actuando, sobre todo en los casos más recientes.

El primero de tales casos (*In the matter of Cady Roberto and Co. (S.E.C. release 6668 C C H Federal Securities. Law Reporter por 76.803, 1961)*) fue en realidad sólo un juicio disciplinario de carácter administrativo, en el cual la S.E.C. en virtud de sus poderes jurisdiccionales condenó a dos agentes de cambio por violar la *rule 10 b-5*.

Uno de ellos llegó a conocimiento de los hechos en su condición de director con acceso a la decisión de la sociedad, de reducir el dividendo, y comunicó inmediatamente tal información a su colega, permitiéndole vender las acciones de la sociedad (que estaban en su posesión por cuenta de diversos clientes) antes de que el valor disminuyese sensiblemente a continuación de la difusión de la noticia.

El principio en que se fundó la solución de este caso, sirvió de base después para una acción promovida por la S.E.C. en sede civil, en relación de algunos administradores y empleados de una sociedad, que usufructuando las informaciones recibidas acerca de un importante descubrimiento minero de la sociedad, había adquirido *per se* o hecho adquirir por otros, las acciones, antes que la noticia fuese divulgada, o también después de su divulgación, pero de cualquier modo antes que el mercado hubiese reaccionado ante ello.

Uno de los juicios tramitados durante los últimos años, ante los tribunales de los Estados Unidos, despertó más interés y atención por parte de las compañías norteamericanas y del público inversor por la importancia del asunto y la gravedad de las sanciones impuestas.

Fue iniciado en 1965 por la Securities & Exchange Commission contra la Texas Gulf Sulphur, ante la Corte de Distrito de Nueva York, por violación de las disposiciones de la *Securities Exchange Act* del año 1934 y de las normas contenidas en "*Rules and Regulations under the 1934 Act*", en relación con las operaciones realizadas por los *directores funcionarios o empleados* de una sociedad (*insiders*) con valores emitidos por ella y con respecto a la obligación impuesta a las sociedades de revelar (*disclose*) toda información material, que pudiera tener influencia sobre el valor de las acciones, so pena, también, de incurrir en fraude si tal información se da en forma falsa o engañosa.

El desarrollo extraordinario de las bolsas en los Estados Unidos y el notable movimiento especulativo que se produjo a partir del año 1910 llevó a la mayoría de los Estados a dictar leyes que fueron llamadas "*Blue Sky Laws*", tendientes a proteger al inversor contra vendedores o promotores inescrupulosos de títulos o acciones que virtualmente sólo ofrecían *un pedazo de cielo azul*.

Pero la disparidad de criterios que habían establecido en sus leyes locales los diferentes Estados, hizo comprender la necesidad de una legislación uniforme aplicable a todo el país, y se dictaron entonces la *Securities Act de 1933*, que tuvo por principal objetivo la vigilancia de las emisiones o colocaciones de títulos, y luego la *Securities Exchange Act de 1934*, que además de la mencionada función extendió dicha vigilancia a las operaciones bursátiles.

A tal efecto se creó la *Securities Exchange Commission*, que tiene por finalidad principal el control de las operaciones de las bolsas, con el fin de asegurar la sinceridad de las cotizaciones y evitar negociaciones o manipulaciones fraudulentas. Esta ley sirvió de modelo de nuestra Comisión Nacional de Valores (ley 17.811); a pesar de ello resultan diferentes las atribuciones, ámbito y forma de actuación de nuestra Comisión frente a la norteamericana.

La ley de 1934, que como hemos dicho estableció la *Securities and Exchange Commission*, le otorgó amplísimas facultades que un autor reúne en la forma siguiente:

a) La Comisión puede, a su discreción, efectuar las investigaciones que estime necesarias para determinar si una persona ha violado o está por violar la *Securities Exchange Act* o la *Holding Company and Investment Company Act*.

b) Puede requerir o admitir la presentación bajo juramento de declaraciones escritas, relacionadas con los hechos o circunstancias que son motivo de investigación.

c) Publicar las informaciones concernientes a dicha investigación.

d) Conducir investigaciones para determinar la aplicación de las sanciones a proveer la información.

La Texas Gulf Sulphur Company fue fundada en 1909, y hasta mediados del año 1950 era la principal productora de azufre del mundo. Pero a partir de esa fecha la demanda mundial de azufre disminuyó en forma acentuada, y como consecuencia de ello y otros factores, y especialmente al fracaso de la explotación de diversos yacimientos, la cotización de sus acciones bajó en forma notoria.

En 1959 sus dirigentes decidieron entonces diversificar sus actividades dedicándose a la exploración de otros minerales con nuevos sistemas o métodos.

Al poco tiempo un geólogo de la compañía en un helicóptero, provisto de equipos magnéticos, descubrió los primeros signos de un valioso yacimiento en Timmins, Ontario, Canadá. A fines de 1963 la compañía hizo las primeras perforaciones, que indicaron la posible existencia de una importante veta de cobre y cinc en la mina Kidd Creek.

Cuando se completó la perforación, se supo que se estaba en presencia de un importantísimo yacimiento de cinc, cobre y plata, con la particularidad de que él se hallaba muy cerca de la superficie, lo que abarataba el costo de extracción.

Las acciones de Texas Gulf Sulphur, que en noviembre de 1963 se cotizaban a 17 $\frac{3}{8}$, llegaron a mediados de abril de 1964 a 29. Un año después habían llegado a 71.

El 12 de abril de 1964, ante los rumores circundantes sobre el descubrimiento de la mina Kidd Creek, la compañía emitió un comunicado, anunciando que "existían en realidad perspectivas en el área de dicha mina, pero que eran necesarias nuevas perforaciones para hacer una verdadera estimación". Agregaba que "hasta ese momento los resultados no eran concluyentes y que las noticias circundantes no eran dignas de confianza. Que además eran prematuras y posiblemente engañosas" (*misleading*).

Pero 4 días después, el 16 de abril de 1964, la Texas Gulf anunció oficialmente el descubrimiento de un yacimiento de aproximadamente 25 millones de toneladas de cobre, cinc y plata.

Como consecuencia de todo ello, y fundada en diversas disposiciones de la Securities Exchange Act, a fines de abril de 1965, la S.E.C. inició juicio en la Corte del Distrito Sud de New York contra

la Texas Gulf Sulphur Company² y trece personas en particular, entre las cuales se incluía uno de sus *directores*, que era también director del Morgan Guaranty Bank y a quien se imputó, no el haber comprado acciones para sí, sino haber aconsejado al Banco la compra para clientes por cuenta de los cuales actuaba como *trustee*.

El Tribunal de Distrito, en su sentencia, consideró que los dos empleados de la Texas Gulf Sulphur que habían adquirido acciones el 15 y 16 de abril de 1964, habían violado la sección 10-b de la S.E.A. y la regla 10 b-5 de las Normas, y debía entenderse que estas normas se aplican a los directores, empleados o accionistas de control, que están en posesión de informaciones internas con motivo del desempeño de sus funciones, y que la responsabilidad impuesta por las citadas disposiciones, al haber utilizado en beneficio propio dicha información, se extendía tanto a las operaciones en bolsas y mercados, como a las transacciones efectuadas fuera de ellas (*face to face*).

Agrega el fallo del Tribunal de Apelación que la información interna (*inside information*) es aquella que en ese momento no es la disponible para el público.

Entra luego a considerar en qué momento una información de esa clase puede estimarse como suficientemente hecha pública, a fin de que los directivos o empleados (*insiders*) puedan operar en función de ella, y a este respecto, por unanimidad, resolvió que una información dada a reporteros de la prensa no es suficiente y que las negociaciones efectuadas con anterioridad a la aparición de la noticia en el comunicado de Dow Jones (*Dow Jones broad-tape*) implican violar las disposiciones del Security Exchange Act y de las Normas.

Cabe agregar que la sentencia de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito fue apelada ante la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, mediante un recurso de *wigt of certiorari*, que fue denegado por dicho tribunal con fecha 21 de abril de 1969.

Como consecuencia, el fallo del Tribunal de Distrito quedó firme.

La sentencia en el caso de Texas Gulf Sulphur y las sanciones aplicadas por la S.E.C. a la firma Merrill Lynch, Pierce, Fenner y Smith, han tenido enorme repercusión en las bolsas de valores de los Estados Unidos y en los medios vinculados a ellas, y puede afirmarse que no hay revista o publicación económica o financiera que

² Ver Eduardo A. Zorraquín, *Estados Unidos de América. 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 las acciones*, "J.A.", 1970-6, p. 889.

no la haya comentado. Manne ha criticado esta interpretación, que ha llamado "regresiva".

Afirma que el número de millones de accionistas no es incompatible con un verdadero y propio mercado de control y, en su momento, con cambio y renovación automática de la *élite* de directores y su ascensión al poder. Como un instrumento que permita mantener el resorte del beneficio como empuje a una actividad empresarial, también frente a una categoría de directores de lineamientos burocráticos, computa los *proxy fights*, los *take-over bids* y los *mergers*³.

Por estos instrumentos, los de afuera pueden entrar —según Manne— en la sociedad y sustituir al grupo de control o los dirigentes que no saben o no pueden disfrutar oportunidades favorables de la sociedad.

A pesar de la gran S.A. y de lo que dicen todos, Manne afirma que en la gran S.A. el papel del accionista es vivaz y conforma el funcionamiento del sistema.

Habla de los *outsiders*, los que pueden entrar y desempeñar su papel innovador y que actúan frente a los *insiders*, con la misma eficacia.

Pasa, la autoridad empresarial, de uno a otro grupo.

Sostiene que lejos de combatir el insider trading: prohibir que se use la información que se tiene por sus funciones, debe estimularse el uso de la información y prohibirla sólo cuando tenga carácter fraudulento.

Estudia el mercado accionario y la influencia explicada de esto, en la práctica del *insiders trading*.

El punto de vista primordial en que se mueve es la información: la información sobre los sucesos capaces de influir el curso de la vida económica de una sociedad o de un sector industrial y determinar cambios de valores del mercado de las acciones. *Las informaciones se subdividen en dos categorías:*

a) de carácter general, que todo interesado está en grado de adquirir y de valorar;

b) de carácter específico, que se refieren a una particular S. A. y que pueden ser adquiridas y valuadas sólo por quienes están en particular relación con la S. A.

En esta última están los *insiders*, cuya característica esencial es la de poder disfrutar informaciones sobre el mercado, antes que se vuelvan de público dominio. Hay muchos matices, pero sólo debe

³ Fenómenos de la *concentración de empresas*.

castigarse la mala fe o fraude. Se puede disfrutar legítimamente de los demás *insiders*.

En la S.A. con millones de accionistas —circunstancia frecuente en los países industrializados y que no se da en nuestras naciones sudamericanas— eso no influye; al contrario, desempeña una útil función de arbitraje, que permite calibrar gradualmente en el tiempo el efecto de la buena o mala noticia.

El único perjudicado con el *insider trading* es el contratante directo con el *insider*, y éste entra, normalmente, en la categoría de especulador, y no en la de ahorrista.

S.E.C. ha considerado que los dirigentes de la S.A. son servidores de la comunidad de accionistas que fijan la línea directiva de su acción y controla su actuación. Ver Luis Ponferrada, *Los directores de la S.A.*

Manne propugna un cambio.

El *insider trading* no representa para él otra cosa que una de las formas en que se puede ejercer el poder —en la sociedad anónima con las características de estos tiempos— haciendo propios los beneficios de la empresa, y puede ser legítimo, si no hay daño monopolístico. Será lícito si es una característica de la actividad innovadora de la empresa, lo que se necesita para expandirla y desarrollarla.

Será ilícita si se hace con fraude.

No obstante la autoridad de Manne, la S.E.C. sigue manteniendo, a mi juicio con razón, invariablemente sus puntos de vista.

Últimamente se pronunció en la causa contra Merrill Lynch Pierce Ferner and Smith Inc. (1968).

En mi opinión, no puede aprobarse ni tolerarse por la ley que se aprovechen secretos que se poseen como única consecuencia del ejercicio de un cargo o función importante.

Todas las leyes del mundo —no en el terreno tan delicado de la trasmisibilidad de las acciones o debentures, sino en cualquier ámbito— contienen reglas para asegurar su secreto profesional y para reprimir su violación (ver ley 17.811, arts. 8 y 9).

4.— En Inglaterra, como lo señala Tunc (*Le droit anglais de sociétés anonymes*), se han tomado disposiciones importantes que tienden a impedir la especulación de los dirigentes sobre los títulos de la sociedad.

Se dice que se trata de una maniobra corriente en todos los países que no han dictado medidas eficaces, o bien de los diri-

gentes que aprovechan su intervención para conocer los resultados de las decisiones que les son sometidas y hasta de modificarlas aprovechando para poder dar a sus adquisiciones o venta de especulaciones en perjuicio de ahorristas que les han discernido su confianza o de publicar comunicaciones destinadas al mismo fin.

El "Time" del 14 de octubre de 1970 aporta un ejemplo, resumiendo el resultado de una encuesta efectuada en Australia sobre el mercado de acciones de la Sociedad Minera "Tasminex". Sus acciones cotizadas en \$ 16,80 el 26 de enero, alcanzan súbitamente a \$ 96 cuando el presidente del Consejo anuncia el descubrimiento de una veta de una amplitud y de un tenor excepcionales (*bigger and better than Poseidon*). El presidente, otros directores, dos geólogos de la sociedad, aprovechan para vender sus títulos, que caen a \$ 25 el 18 de marzo. El presidente y su mujer ganan más de un millón de dólares, los dos geólogos cerca de 850.000, los otros directores 100.000, 200.000 o 300.000 dólares. Tales prácticas no son desgraciadamente monopolios de Australia. En Francia, hace poco en ocasión de anunciar el descubrimiento de un depósito de oro, pero la especulación de los dirigentes es más o menos un fenómeno corriente, que no es suficientemente rechazado.

Las primeras medidas tomadas en Inglaterra fueron las incluidas en la ley de 1948 (art. 195), pero estas disposiciones insuficientes, han sido, como lo aconsejó la Comisión Jenkins, útilmente reforzadas por la ley de 1967.

El art. 25 de esta ley en primer lugar prohíbe toda operación a término sobre los títulos —acciones u obligaciones— de la sociedad. Si la operación a término implica una suerte de apuesta entre una persona que está en el interior de la sociedad y otra que está fuera, que el *insider* adquiere y vende en dinero contado bajo el control que se precisara. La interdicción se dirige a todo director de la sociedad y a toda persona que da corrientemente las directivas o las instrucciones a los directores; el art. 30 se extiende al cónyuge de esta persona, a sus hijos, hijos adoptivos e hijos de un cónyuge. Los terceros sobre los cuales las operaciones a término son prohibidas son las de una sociedad, de una filial, de la sociedad madre y de otra filial y de su sociedad madre, desde que sea objeto de una cotización en bolsa. La violación de la ley puede entrañar una pena de dos años de prisión o una ilimitada.

Por otra parte, en virtud del art. 27, todo director debe notificar a la sociedad, cuando él entra en funciones, el interés que él pueda tener en la sociedad o en una sociedad del mismo grupo

(filial, sociedad madre u otra filial de la sociedad madre). La noción de interés es definida por el art. 28 de manera extremadamente amplia: es interesado no sólo aquel que posee los títulos de la sociedad, sino en particular aquel que ha celebrado un contrato de adquisición de títulos, aquel que controla una sociedad que posee los títulos, aquel que tiene interés en un *trust* que tiene los títulos. Durante todo el tiempo que él sea director, deberá notificar por escrito a la sociedad todo acontecimiento que modifique su interés, todo contrato por el cual él se obligue a vender sus títulos, toda transferencia efectuada por él de un derecho de suscripción para una sociedad del grupo (lo que se anota en un registro); y también la transferencia en su favor de todo derecho de suscripción por una sociedad del grupo.

Las condiciones así notificadas serán extensamente divulgadas. El art. 29, en efecto, impone a la sociedad llevar un registro donde, a nombre de cada director o dentro de tres días, serán consignadas en orden cronológico las informaciones de quien se haya dado la información y la fecha de inscripción. Lo mismo la sociedad deberá agregar los derechos de suscripción que ella atribuye, sus condiciones de ejercicio y, por ende, la total información vinculada con esta relación. Todo accionista podrá tomar conocimiento gratuitamente; toda persona, mediante el pago de un chelín como máximo; todo accionista o persona extraña a la sociedad podrá demandar copia mediante una indemnización máxima de dos chelines por cien palabras. El registro será, además, accesible durante la asamblea general de accionistas. La sanción de todas estas reglas es una multa que puede alcanzar según los casos £ 500. Además, el tribunal puede ordenar inmediatamente a la sociedad *respetar sin ningún plazo* el derecho de los accionistas y de los terceros de tomar conocimiento o sacar copia.

La ley de 1967 pone además bajo el control de la prensa financiera y de la opinión pública las operaciones de los directores sobre los títulos de la sociedad, lo que también es uno de los objetivos de la ley de los Estados Unidos de 1934.

Nada más normal ni más reconfortante —dice Tunc— que ver a un director adquirir los títulos de la sociedad. El que vende es más inquietante, en Inglaterra como en los Estados Unidos; si la venta es importante, él se verá normalmente demandado por un representante de la prensa financiera en razón de esa venta que interesa al público, lo que se considera un sumario que le puede costar un lugar en el directorio.

La publicidad está completada por el art. 16, que prescribe a los directores incluir en su memoria a la asamblea general la indicación para cada director del número y la categoría de los títulos de la sociedad y de una sociedad del grupo en el cual tenía interés al comienzo o al fin del año.

Las prescripciones de los arts. 25 y 27 son reforzadas por el *poder de investigación* otorgado al *Board of Trade* por el art. 32.

Se otorgan otras acciones o procedimientos: *injunction*; *damages* por violación de un deber de *common law*; *compensation* por violación de un deber de *equity*.

Se invoca siempre el caso de Percival Wright.

5. — Estas maniobras, como se advierte, por medio de la jurisprudencia y resoluciones que se han resumido no tienen, en general, lugar en las épocas de especulación o coyuntura, en las cuales muchas personas que trafican habitualmente en las bolsas y mercados, se mezclan en la locura de la especulación al alza o a la baja.

Esa especulación es habitual en las bolsas, y por eso, tanto en el Código de Comercio, como en otras leyes especiales, hay normas para prever, contener o castigar esa típica especulación.

Los hechos que he destacado precedentemente son distintos y se vinculan a la especulación por *deslealtad*, en casos en que se está en el secreto o se conoce una situación reservada, un hecho presente o futuro de la S.A. que puede gravitar sustancialmente en el valor de los títulos societarios.

Nuestra legislación es absolutamente insuficiente al respecto.

En los arts. 255 a 279, la ley 19.550 se ocupa de los directores y gerentes.

El art. 271 establece: "*Prohibición de contratar con la sociedad*". El director sólo puede celebrar con la sociedad los contratos que sean de la actividad normal de ella, en las mismas condiciones que la sociedad hubiere contratado con terceros, haciendo saber su participación al directorio y síndico y absteniéndose de intervenir en la deliberación.

"Los contratos prohibidos por el párrafo anterior, podrán ser celebrados con autorización previa de asamblea extraordinaria.

"Los actos o contratos celebrados en violación de estas normas son nulos, de nulidad absoluta".

Se ha visto en los párrafos anteriores que en Inglaterra, disposiciones similares a las que se transmiten antes, se consideraron insuficientes para impedir y reprimir la especulación con acciones y

debentures que aprovechaba el conocimiento o noticias reservadas conocidas por muy pocos.

Tuvo que hacerse en Inglaterra una *larga enumeración* en la ley, incluyendo las circunstancias más frecuentes de deslealtad, para combatir esas maniobras.

La obligación "de obrar con *lealtad* y con la diligencia de un buen hombre de negocios" (arts. 59 y 272, ley 19.550), no resulta tampoco comprensiva de los hechos, tan especiales, que pueden configurar estas maniobras, en las cuales el enriquecimiento de los deudores, gerentes u otros dirigentes o empleados importantes de la sociedad se produce, generalmente, por un hecho extraño y del cual los directores, por su rol privilegiado y sus funciones, están en condiciones de tener un conocimiento anticipado o más profundo que el que puede llegar al público en general, a los otros directores y a las personas que en operaciones corrientes compran o venden acciones en las bolsas o fuera de ellas.

Tampoco los arts. 276 y 277 de la ley 19.550, sobre la *acción social* de responsabilidad contra los directores, es suficiente para hacer caer en el ámbito de esas normas este tipo de maniobras.

Por eso, en los Estados Unidos e Inglaterra ha sido necesario dictar normas especiales.

Lo mismo puede decirse de las disposiciones de la ley 17.811, que aunque ha seguido las pautas de la S.E.C. de los Estados Unidos, no otorga a la Comisión de Valores las precisas y amplias facultades que se otorgan a aquella Comisión, ni por supuesto la que la nueva ley inglesa confiere al *Board of Trade*, para perseguir esos comportamientos de infidelidad de los directores.

En el art. 6 de la ley 17.811 se establecen las funciones de la Comisión de Valores, y aunque algunos de los incisos: art. 7, incs. *a, b, c y d*; art. 10, incs. *a, b, c y d*; art. 11; art. 12; art. 13; art. 14; art. 28; art. 39; art. 52; etc., permiten hacer investigaciones y aplicar sanciones que pueden llevar a pensar que con esas normas la Comisión de Valores podría alcanzar, a veces, a informarse de las especulaciones tan sutiles de que me ocupo; es indudable —basta comparar la legislación de los Estados Unidos y la más reciente de Inglaterra— para concluir que nuestras normas son insuficientes para alcanzar los objetivos de erradicar la especulación que se vale de secretos, noticias o informes para comprar o vender títulos societarios por cuenta propia, en perjuicio de los otros directores, accionistas, terceros y la finalidad de comercialización honesta de los valores.

Señala con razón García Caffaro que “la lectura de las funciones de la Comisión de Valores confirma que se trata de una norma que tiene un objeto *predominantemente técnico* en el sentido más estricto, apuntando a la sociedad y efectivo respaldo de la oferta pública” (*La sociedad anónima en la Bolsa*, p. 92).

Pero esa característica técnica no basta para que desaparezca la peligrosa posibilidad de las irregularidades que se cometen al vender o comprar acciones aprovechando de situaciones o posiciones de confianza, lo que ocasionará graves consecuencias cuando se alcance aquí la *gran sociedad anónima*, base de las grandes empresas que es urgente e indispensable que existan en nuestro país.

Profesionalmente me he informado de este tipo de especulaciones realizadas con relación a nuestras modestas sociedades anónimas, pero que no han tenido la trascendencia alcanzada en los grandes países industrializados.

Aquí esas maniobras se han referido a compras o enajenaciones artificiales de títulos o debentures, ante trascendidos conocidos por directores o agentes de bolsa, desgravaciones impositivas; control o liberación de cambios; trasferencia del activo o pasivo de la sociedad al Estado o cambio del deudor debenturista que dejaba de ser la sociedad emisora para pasar al Estado; otorgamiento o cancelación de una concesión o privilegio. También hemos tenido noticia de la especulación que rodea al descubrimiento o riqueza de un yacimiento minero.