

INSIDER TRADING EL ROL DEL INICIADO Y LA VALORACIÓN DEL DAÑO, FRENTE A LA CONTRAVENCIÓN DE NORMAS DE CONDUCTA QUE ATENTAN CONTRA LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO DE CAPITALES

POR FEDERICO JUAN MANUEL MANGOLD MORO¹

Abstract

Verificado un ilícito societario, aplicada –por el organismo de contralor– la multa pertinente y materializado el cobro de la misma –en instancia firme– deberá destinarse parte del producido de la imposición resultante a las sociedad/es perjudicada/s, con el propósito que procedan a distribuir entre sus socios –y únicamente entre aquellos que permanecieron detentando participaciones societarias aún durante la época crítica, mitigando de mediante este procedimiento, en modo alguno, las “corridas”– la proporción que se establezca en la asamblea de accionistas encargada de aprobar el pertinente balance de ejercicio que, a esos efectos, habrá de incluir en un rubro específico el aludido recupero.

La utilización de información confidencial, la violación del deber de reserva y toda una amplia gama de ilícitos relacionados con el uso indebido de información en negocios con valores negociables (*Insider Trading*) debe ser sancionada, no solo por el daño efectivo –propio de las relaciones de cambio– sino que debe incorporarse al plexo normativo regulatorio una figura concreta vinculada a este instituto, que contemple el daño potencial, en razón de su afectación a la credibilidad –propio de las relaciones

¹ Abogado; Miembro del Instituto de Derecho Comercial del C.P.A.C.A.B.A.-U.N.A.-I.A.D.C.-F.E.I.E.I.- fjm1mm@yahoo.com.ar - [Jerónimo Salguero 1230 (C1177AEX)- Buenos Aires-Argentina-(5411-4864-7786)].

de organización- de naturaleza punitiva, con destino a la comunidad y/o a los accionistas que permanecieron dentro de la sociedad en cuestión, en resguardo de la equidad y la buena fe comercial.

En la actualidad, los principios rectores en materia de transparencia en el ámbito de la Oferta Pública deben orientarse en el sentido de tutelar el que denominamos “daño intangible”, enervado cual postulado indiscutible de resguardo².

² Interesados en el asunto, pueden abundar en nuestro prolífero tratamiento de la cuestión –desde antaño– consultando: MANGOLD MORO, Federico Juan Manuel; “Apostillas en torno al moderno derecho corporativo. Lineamientos de transparencia y mercados de capitales II”; en: *VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa*; Tomo III, Rosario, octubre de 2001, ps. 423 y ss); “Consideraciones jurídico-económicas en torno al reciente Decreto 677/01 relativo al Régimen de Transparencia de la Oferta Pública [RTOP] en el ámbito de la República Argentina”, en *Primer Congreso Argentino-Español de Derecho Mercantil Las Sociedades Comerciales y su actuación en el mercado* Valencia, España, septiembre de 2001-MERCATURA, Colección de Estudios de Derecho Mercantil, Dirigida por José Miguel Embid Irujo, Editorial Comares, Granada, 2008; ps. 303 y siguientes; “Apostillas en torno al Moderno Derecho Corporativo. Lineamientos de Transparencia y Mercados de Capitales I”, ponencia presentada a consideración del *VI Congreso Argentino de Derecho Societario y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa*; hay publicación disponible en Ed. Ad Hoc; Buenos Aires; 1996; p. 89 y siguientes; “Lineamientos de Transparencia en los Mercados de Capitales”, en “Sociedades y Concursos en el Mercosur”, ponencia presentada a consideración del *Primer Encuentro Argentino Uruguayo de Institutos de Derecho Comercial*; hay publicación disponible en Ed. Ad Hoc; Buenos Aires; 1996; p. 329 y siguientes; “El delito de Insider Trading y su oportuno resarcimiento. La función del iniciado en este contexto y la valoración del daño causado”; ponencia presentada a consideración del *V Congreso Internacional de Derecho de Daños*, Buenos Aires, 1997; “Las operaciones de Portage, los Calls, los Puts, los Barters, las Contingencias Contables y la esperada Transparencia en los Mercados de Capitales”, ponencia presentada a consideración de las *IV Jornadas de Institutos de derecho Comercial de la República Argentina*, hay publicación disponible en *Empresa y Mercosur: Integración, Sociedades y Concursos*, Ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 1997, p. 297 y siguientes); “Los modos de contención en el derecho comparado respecto de los delitos e infracciones relacionados con valores negociables”, en *Breve síntesis de los más recientes aportes internacionales para la tutela de terceros en materia de derivados financieros*; ponencia presentada a consideración de las *VIII Jornadas de Institutos de Derecho Comercial de la República Argentina*, hay publicación disponible en *La Protección de los Terceros en las Sociedades y en los Concursos*; Ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 2000, p. 401 y siguientes); “El nuevo rol de la escisión”, en “Algunas cuestiones interdisciplinarias sobre temas contables, tributarios y derivados del uso de instrumentos financieros derivados”, ponencia presentada a consideración del *VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa*, hay publicación disponible en *La Sociedad Comercial ante el Tercer*

Milenio; Ed. La Ley; Buenos Aires, 1998, Tomo IV; p. 156 y siguientes); “La compatibilidad de intereses frente al problema de la falta de transparencia en el ámbito de la oferta pública, y las inversiones extranjeras en el país”, ponencia presentada a consideración de las *III Jornadas de Institutos de Derecho Comercial de la República Argentina “Grupos Societarios. Configuración de Responsabilidades Contractuales, Societarias y Concursales”*; Mendoza; Argentina; 1995); “Apostillas en torno a la fusión societaria y la Toma de Control. La función del <iniciado> en este contexto y la valoración del daño”, ponencia presentada a consideración de las *Jornadas Internacionales de Derecho comercial y II Encuentro Uruguayo Argentino de Institutos de Derecho Comercial*; Colonia del Sacramento; República Oriental del Uruguay, 1997); “Los <Tender Offers> y la concursabilidad de los agrupamientos”, ponencia presentada a consideración de las *Sextas Jornadas Bonaerenses de Derecho Civil, Comercial y Procesal*; Junín, Buenos Aires, 1994, hay publicación disponible como “Cuestiones a Resolver por la Reforma de la Ley de Concursos”; *ERREPAR Revista de Doctrina Societaria*, Buenos Aires, marzo de 1995, n° 88, p. 851 y siguientes); “Destino de las Multas Aplicadas por la CNV al *Insider Trading*”, en *VI Congreso Argentino de Derecho societario y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa*, Conclusiones; Ed. Ad Hoc.; 1995, p. 62 y siguientes y particular lectura merecen los términos en los cuales fuera rechaza la ponencia; al respecto, se abunda en nota 3 de nuestro *Lineamientos...*; op. cit., donde dábamos cuenta de que la conclusión arribada por la Comisión que trato el tema refería únicamente un aspecto solo del trabajo, a lo cual sostuvimos “... Nos reservamos opinión por entender que no es acertada la óptica desde la cual se pretende vislumbrar el asunto, es sabido el necesario poder de policía que debe imperar para que sea posible el mantenimiento de las pautas de sana convivencia que hacen a la transparencia y eficiencia consecuyente de los mercados de capitales, con independencia que éstas sean veladas por organismos dependientes del Estado (entiéndase por tal a modo ejemplificativo los entes reguladores) lo cual no obsta a la existencia de otros organismos, básicamente entes autoregulados que, es mas, surgen como necesarios en una economía compleja. Da prueba de ello –entre otros– el Convenio de Autorregulación Imperante en el Ámbito de los Valores Mobiliarios de la República Argentina”. Téngase presente que el rechazo del trabajo presentado se fundamento en el hecho que “... el rol del Estado no debía incrementarse...” alineándose coyuntural –e injustificadamente a nuestro criterio– con la postura “privatista de la época (pueden consultarse “Conclusiones” y “Versiones taquigráficas”, a cuya lectura –*brevitatis causae*– remitimos).

Se hacen eco de nuestra postura, entre otros, ODRIOZOLA, Carlos (coautor de la LSC); FERRO; Gustavo; ABADIE, Fabián; VIDELA, Jorge (h); LEFORT, Fernando; EIZIRIK, Nelson; MANOVIL, Rafael; “El Anteproyecto de Ley de Transparencia y de Mejores Prácticas para el Gobierno de las Sociedades”, en *Cámara de Sociedades Anónimas (CSA) –Universidad Argentina de la Empresa (UADE) “Mercado de Capitales: Una agenda de investigación que derive en propuestas positivas”* – Panel de discusión sobre el anteproyecto “Ley de Transparencia y de Mejores Prácticas para el Gobierno de las Sociedades”, hay publicación disponible en un insert de la *Revista Información Empresarial*, Publicación de la Cámara de Sociedades Anónimas; N° 280, Buenos Aires, abril de 2001, p. 39, donde se abunda en las conclusiones del referido trabajo, que puede ser también consultado en www.camsocanon.com en estos términos: “El estudio enfatiza la necesidad de contar con un mercado de capitales propio y la relación directa entre su desarrollo y el crecimiento del PBI. También se analizan las variables que determinan los costos de

Ponencia

El derecho a la información, como categoría jurídica, opera en distintos ámbitos, pero siempre la razón última del deber de informar en el orden normativo es la buena fe³ y, aunque a veces a ésta se la reputa de insuficiente,⁴ debe el principio general subsumir las reglas particulares⁵.

Este tipo de negocios vinculados a intereses societarios con valores negociables, tornan propicia la aparición de la figura del iniciado, también conocido como "Insider", quien, haciendo uso de su condición, status o circunstancia, viola el deber de reserva –propio del trader [de ahí "trading"] entre otros intermediarios, aun de carácter ocasional– con una finalidad pecuniaria consistente en el aprovechamiento del secreto vinculado a de-

financiamiento del sector privado en la Argentina, entre otros, el alto retorno de los títulos públicos, la fuerte iliquidez, la presencia de vacíos legales en lo que respecta al derecho de rescate de acciones la falta de tradición en el pago de dividendos y los altos spreads operativos. [...] La nueva normativa debe sustentarse en una adecuada ponderación del equilibrio que debe primar entre los deberes y obligaciones de los participantes del mercado [ante lo cual el Sr. Presidente de la CSA señaló] la preocupación de la entidad por la preservación del principio del debido proceso y la separación de instancias en la actividad de investigación del organismo de control. Como parte del acto, los Dres. Fernando Lefort (Chile) y Nelson Eizirik (Brasil) analizaron el proceso de incorporación de normas referidas al buen gobierno corporativo en las regulaciones y autoregulaciones de sus respectivos mercados, describiendo la evolución decreciente en dichos países, tras las modificaciones incorporadas".

³ Conforme CARRIQUIRI Ana M., DÍAZ PALACIOS, Eugenia. "Derecho de información" en *Derechos y Responsabilidades de las Empresas y Consumidores*; GHERSHI (Director), Ediciones Organización Mora Libros, p.69 y siguientes, Buenos Aires, 1987.

⁴ *Cronista Comercial*, 23 de agosto de 1995, contratapa, "La buena fe no es suficiente", por Walter BROWN.

⁵ Así lo entendió también la jurisprudencia estadounidense –Tribunal Estatal de Delaware– al afirmar esta doctrina en el en la causa "*Mac Andrews & Forbes versus Revlon Inc*", 1986, sentando el precedente de "deber tutelar" y "deber de lealdad". En este caso la dirección de Revlon había negociado la venta de la compañía a una compradora amistosa, pero la operación fue anulada por el Tribunal de Delaware aduciendo que las condiciones de aquella habían privado injustamente a los accionistas de poderse beneficiar de otra oferta más alta, la presentada por el raider Ron Perelman. Como secuela de esto, los deberes de tutela y lealtad de los consejos de administración fueron tratados con tremenda seriedad en una serie de artículos de las revistas jurídicas, en particular *The Business Lawyer* de febrero de 1988, "*The Emergin Role of The Special Committee: Ensuring Bussiness Judgment Rule protection in the context of Management Leveraged Buyouts*", por Scott V. SIMPSON, abogado del gabinete de Skaden Arps Slate Meagher & Flom. Véase "*Apostoles...*", op. cit. p. 429 y siguientes.

terminada operación –sea, por sí o mediante interpósita persona– para sacar rédito del incremento de los valores negociables⁶ ante la noticia de la absorción –no excluyentemente– mediante la venta y/o compra de éstos, según la posición que se detente al momento.

Ha habido, en los mercados, sonados casos de esta figura, que han recibido el repudio generalizado y sido generadores en gran medida de la crisis bursátil de 1987, a cuya sazón se impusieron multas siderales a quienes traficaron con información confidencial o bien violaron el deber de reserva que les cabía.⁷

⁶ Interesante enfoque se sigue del Análisis Jurídico de los Conceptos de “Valor Negociable” e “Instrumento Financiero”, José Enrique, CACHÓN BLANCO, vertidos en *Revista De Derecho Mercantil*, número 221, julio-septiembre 1996, Madrid, p. 773 y siguientes, ello en el contexto de las precisiones apuntadas en el presente trabajo respecto del “valor negociable” como sustituto en el RTPOP del tradicional “título valor”.

⁷ Para estudiosos del tema, pueden consultarse: *The Insiders, The Truth Behind The scandal Rocking Wall Street*, Mark STEVENS, G. P. Putnam’s Sons, New York, 1987, especialmente cuadros p. 251 y siguientes; *Inside out, a true story of greed, scandal, and redemption*, Dennis B. Levine with William HOFFER, Berkley Books, New York, 1991, *The Predator’s Ball, The inside history of Drexel Burnham and the rise of the junk bonds raiders*, Connie BRUCK, Penguin Books, New York, 1989. “Barbarians at the gate”, Bryan BURROUGH, Harper Paperbacks, New York, 1992. *Los delitos Societarios, un enfoque mercantil*, Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, Estudios de Derecho Mercantil, Civitas, Madrid, 1996. “Insider Trading”: Sugestoes para uma moralizacao do nosso Mercado de Capitais”, en *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, p. 3 y siguientes, Fábio KONDER COMPARATO, Forense, Rio de Janeiro, 1978. *Problemas Actuales de la Bolsa*, J. M. NUÑEZ-LAGOS, Colección DEMOS, Editorial Ariel, Barcelona 1977. “Un caso de fraude en el Mercado de Valores, El Llamado Insider Trading”, Aida KEMERMAJER DE CARLUCCI, en *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, N°4, Fraudes, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, Argentina, 1993. “El Insider Trading, o Tráfico de títulos por parte de quienes tienen acceso a información reservada: una carencia del régimen societario Argentino”, Mónica G. C. DE ROIMISIER, *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones (RDCO)*, II-65, Doctrina, p. 1444, Ed. Depalma, Buenos Aires. entre otros y, del mismo autor “El Insider Trading o tráfico de títulos por parte de quienes tienen acceso a información reservada: Una carencia del Régimen Societario Argentino”; en *Estudios en Homenaje a Isaac Halperin*, Ed. Depalma; Buenos Aires; 1978; p. 1443 y siguientes. También resultan novedosos e interesantes los planteos que pueden verse en “Aportaciones Recientes de los Tribunales Belgas en Materia de Delito de Iniciados”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 63, año XV, julio-septiembre de 1996, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, p. 840 y siguientes, Madrid, 1996; CAMERINI, Marcelo A.; (i) *Régimen de Transparencia*; Ed. Ad Hoc, Buenos Aires; (ii) “Actualidad en el Mercado de Capitales” en: *RDCO*, n° 228; enero/febrero 2008; LexisNexis; Buenos Aires 2008, p. 341 y siguientes; (iii) “Sociedades Cotizantes. Insider Trading. Comisión Nacional de Valores”, en: *Temas de Derecho Societario Vivo*;

Lo llamativo es que las sociedades perjudicadas no recibían de los importes de estas multas monto alguno, aún cuando la cuantía de la imposición por tal carácter fuese exorbitante. Baste citar que únicamente en el caso MILKEN, la SEC⁸ se hizo de la friolera cifra de mil millones de dólares (1.000 m/ U\$S) por tal concepto.

Cabe pensar que se ha producido una doble transferencia de recursos así, el *iniciado* se hace ilegítimamente de recursos que son de los accionistas para transferirlos –ante la imposición de la penalidad/infracción pertinente/s– al organismo de contralor; lo que a todas luces parece contradecir la más elemental lógica jurídica, generando un daño injusto.

Daño que nos vendrá explicitado por De Lorenzo⁹ en los siguientes términos “*Uno de los cambios más importantes que se han operado en el ámbito de la responsabilidad civil, lo constituye sin hesitaciones, la transición del principio del acto ilícito al del hecho dañoso*”.

Ante ello, se erige la ponderación tutelar del “daño potencial” –que llamamos “*daño intangible*”– entendiendo por éste la afectación subyacente a la eficiencia de los mercados –relación de organización– sin perjuicio de la efectiva materialización, o no, del daño efectivo –propio de la relación de cambio– en cuya instancia deviene necesario para la configuración del reclamo, el efectivo perjuicio¹⁰.

Ed. Fundación para la Investigación y Desarrollo de las Ciencias Jurídicas, Buenos Aires, 2008; p. 679 y siguientes, con interesantes comentarios al diversos fallos); GUIDI MOGGIA, Caterina: “transparencia en el uso de la información y como método esencial a las normas de conducta del mercado de valores y de buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas”, en: *Revista de Derecho de la Empresa*, LEGIS, Bogotá, Colombia, n° 13, enero/marzo 2008; p. 9 y siguientes); entre otra calificada doctrina.

⁸ Organismo equivalente en los EEUU a nuestra Comisión Nacional de Valores.

⁹ Conforme *El Daño Injusto en la Responsabilidad Civil*, Miguel Federico DE LORENZO, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1996, p. 13 y siguientes.

¹⁰ Ante la defensa formulada por el patrocinio letrado de ciertos directivos del Grupo B & B –en el sentido de que con su accionar no perjudicaron concretamente a nadie– sostuvimos enfáticamente que se: “... *acaba de atentar contra el funcionamiento eficiente del mercado de valores, violentando las normas de transparencia que hacen a una digna convivencia en sociedad y, como tal, este comportamiento debe ser sancionado con independencia excluyente de la concreta configuración del daño, entendido éste en su concepción “clásica” vale decir como contracara de la existencia de un perjuicio efectivamente padecido que resulte mensurable y concreto.*” Véase nuestro comentario sobre el tema

Se trata, nada más ni nada menos, que de asimilar la figura a la de “*tentativa*”, prevista en nuestro derecho positivo como instituto de resguardo de las conductas y los bienes por ellas referidos¹¹.

Así, resulta procedente destacar que, nuestro *daño intangible*, debe ser reprimido, no en función del daño propia e históricamente concebido como tal, esto es: reflejo del “perjuicio concreto y determinado”, aquí, éste destacamos: pudo o no, haberse perpetrado, sino que la conducta disvaliosa se sigue necesariamente de la “... *alteración específica del mercado donde se produce. Se trata de una infracción de peligro abstracto, consistente en la mera trasgresión a la abstain or disclosure rule.*”¹²

La falta de equidad en la transferencia de este tipo de recursos –principal, aunque no excluyentemente los generados en razón de la conducta nociva del *insider*– determinó la ponencia que presentáramos ante el “Primer Encuentro Argentino Uruguayo de Institutos de Derecho Comercial¹³” y que venimos a ratificar, con absoluta vigencia, aditiéndole la parte pertinente que, con relación al tema, presentáramos a consideración del V Congreso Internacional de Derecho de Daños¹⁴.

en: La Nación, Economía y Negocios, Secc.2da. p. 11, Buenos Aires, 29 de enero de 1996.

¹¹ Código Penal de la Nación Argentina, Título VI, artículo 42 y siguientes (Ley 21.338) T.O.

¹² Conforme CAMERINI, Marcelo, *Sociedades cotizantes...*, op. cit., p. 683, con cita.

¹³ Véase: MANGOLD MORO, Federico J. M. *Lineamientos...*, op. cit., p. 221 y siguientes.

¹⁴ Llevado a cabo a cabo en la Facultad de Derecho de la Universidad de Buenos Aires, el 24 y 25 de abril de 1997.