

INSIDER TRADING Y LA TUTELA DEL INTERÉS SOCIAL

Tomás Capdevila

INTRODUCCION

La dinámica de la actividad empresarial se trasunta en los mecanismos de transacciones concertados en los mercados bursátiles y de capitales. A más de la necesaria provisión de los fondos que se aplican a la consecución del interés social, aquellos conforman el prisma en el que se reflejan las percepciones de los inversionistas acerca de la posición de riesgo de la compañía dentro de cada mercado relevante en el que se desempeñan. También exteriorizan las apreciaciones relativas a la gestión de la sociedad y su directa incidencia en la obtención de utilidades patrimoniales, así como las que refieren a la composición y consistencia del patrimonio societario en un determinado momento temporal.

Las creencias de los mercados de capitales se transforman en certeza acerca del desenvolvimiento económico de la sociedad en base a la información que se logra sobre aquellas. Esa información es exteriorizada por los administradores y restantes órganos sociales en función de los preceptos legales que preordenan, con lo cual se encaraman como un antecedente imprescindible para la correcta valuación de los títulos cotizados en la oferta pública. Pero, habitualmente el precio de las participaciones sociales o de cualquiera de los instrumentos de deuda que han sido emitidos por la sociedad revela fluctuaciones que no responden a datos canalizados por los órganos sociales competentes.

En efecto, ciertas informaciones responden a actividades de los funcionarios orgánicos o de terceros que se relacionan con ellos en razón de sus oficios. La estricta conexión de tales afirmaciones con elementos que ilustran sobre el equilibrio patrimonial de la sociedad – precedente lógico de su justipreciación en los mercados -, puede ser realizada por mecanismos anómalos, no previstos por el legislador. Su incidencia en el interés social es notoria, dado que gozan de virtualidad para desvirtuar los propósitos de los accionistas acerca de las perspectivas de ganancias.

Se analizará esa conjunción de presupuestos a partir de un somero exámen del ejercicio de los deberes por parte de los administradores y de los vínculos que se suscitan entre éstos y los terceros con los cuales se conciertan relaciones en función de la información específica.

II. EL INSIDER TRADING.

El núcleo de las investigaciones sobre esta cuestión se ha profundizado en la doctrina y praxis judicial de los Estados Unidos de Norteamérica. Esa prolífica labor ha sido, muchas veces, coadyuvada por la activa labor del organismo estatal encargado de la ejecución y contralor de la Securities Exchange Act (1934), o sea la Securities Exchange Commission.

II.1. La gestión societaria apareja la disposición de abundante y capital información acerca de cada uno de los elementos que componen la hacienda empresa-

ria de las sociedades . La valuación de los instrumentos cartulares que representan el capital social y de los documentos de deuda, en los mercados de capitales, es supeditada por la influencia de datos que originarán la modificación de las expectativas sentadas sobre cada uno de los títulos. La materialidad de los extremos que son conocidos por los directores sin que se comunicaran al público inversor, así como su fiel reproducción de la realidad de los negocios sociales subliman su importancia.

La información significará una nueva apreciación sobre la dinámica empresarial de la compañía ya que su esencia y valor testimonial acarreará cambios en los mecanismos de mensuración bursátil de la sociedad. Las esperanzas de los inversores se sujetarán a una nueva situación de los negocios sociales. Ahora, debe subrayarse la materialidad que auna a la noticia con la verdadera posición de riesgo de la sociedad y su estricta relevancia en la aptitud de sus estructuras empresarias para devengar utilidades que tornen tangible al interés social¹.

Existe una marcada reciprocidad entre el acendrado acatamiento de sus deberes por parte de los administradores sociales – basado, como una tendencia general que es compartida por los ordenamientos del derecho comparado mundial, en la lealtad y diligencia en el cumplimiento de sus obligaciones fiduciarias- y la tutela del interés social. La moderna jurisprudencia norteamericana ha exaltado la carga que pesa sobre los directores sociales de procurar la maximización de la valuación de los activos empresarios, sobre todo en el corto plazo y ante la perspectiva de ventas de paquetes accionarios. Tales supuestos denotan al interés social desde el contorno del aumento del precio de los títulos representativos del capital y de la deuda societarias, en el corto plazo².

II.2.La posesión de la información confidencial por parte de quienes la detentan a raíz de la investidura orgánica, estatutaria u organizativa, agrava la obligación de sujetarse a los parámetros legales, sobre todo en los vínculos que se susciten en el seno de la compañía.

No solamente los directores o administradores de las sociedades están abarcados por los deberes señalados más arriba. Los demás involucrados en el tráfico de noticias secretas sobre el desenvolvimiento de la empresa – los “tippees” o aquellos que recepcionan los datos o inducen a los administradores a suministrárselas, desde fuera de la estructura social - quedan equiparados por los regímenes del derecho comparado acerca del débito de publicitar el evento conforme a los mecanismos regulatorios que se elaboren³.

La posesión de la información surge a guisa de observancia de los deberes de diligencia y lealtad. Sobre todo, la diligencia del administrador se evidenciará por

¹ Robert Charles Clark “Corporate Law”, Little & Brown and Co., Boston – Toronto, 1987, pag.264 y siguientes

² “Revlon, Inc. vs. Mac Andrews & Forbes Holdings Inc.”, 506^a.2d 173(Del.1986), citado en Dennis F.Dunne “The Revlon Duties and The Sale Of Companies in Chapter 11”, The Bussiness Lawyer, Tomo 52(Agosto 1997), pags.1.333 y siguientes.-

³ Por ejemplo, el apartado 10b-5 de la Securities Exchange Act pune el fraude en los mercados, cometidos en virtud de la utilización de artificios, falsas declaraciones o documentos, omisiones de hechos relevantes acerca de su confección o en la concertación abusiva, de mala fe o dolosa de negocios jurídicos sobre títulos accionarios. En igual dirección, el art.10-1 de la ley francesa 67-833, del 28 de setiembre de 1967. Por su lado, las Normas Generales de la Comisión Nacional de Valores – Resolución 290/97- prefijan la obligación en su Libro VI – Transparencia. Los sujetos abarcados por la norma y las conductas incriminadas se preceptúan en el apartado 7.1.2

su interiorización en los asuntos propios de la organización empresaria y social. Sin que quepa exigirle la competencia profesional sobre los mismos, la carga legal les conmina a recabar las informaciones que atañen a cada uno de los sectores de la dinámica social y a indagar sobre el desarrollo de sus negocios.

Las declaraciones que han de exteriorizarse tienen como precedente a informaciones positivas o negativas sobre el desarrollo de la empresa social. O sea, todas aquellas que deriven en una abrupta alteración del curso normal de la cotización bursátil de sus documentos accionarios y de deuda y, consecuentemente, en la revisión de las perspectivas acerca de la valuación de su patrimonio. La comunicación del contenido de la noticia, mediante el énfasis sobre su materialidad y relevancia sobre la marcha de la hacienda empresaria, propenderá al mantenimiento de la transparencia y de la exigida igualdad entre los sujetos de los mercados de capitales, aspecto sustancial en su desarrollo.

De otro modo, se infringiría el presupuesto que preordena a la restricción de la utilización de la información que es poseída de forma conciente por los administradores, a causa del rol funcional que ocupan. La acumulación de datos veraces, inherentes a la realidad de la actividad empresaria, constituye una actividad compatible con sus deberes. Ahora bien, ella no es dable de ser desvirtuada mediante su aplicación a la compraventa de títulos accionarios o transformarse en el núcleo de conductas antifuncionales, cuya ostensible omisión de las reglas de notificación al público inversor contrarían la equidad e igualdad de los sujetos de los mercados de capitales y atribuyen ventajas desproporcionadas a quienes no receptan legitimación legal⁴.

Así, se permitirá un eficaz proceso de adopción de las decisiones de inversión por los propietarios del capital. La canalización a las sociedades de los recursos patrimoniales de los terceros reconoce como paradigma, a la disponibilidad de datos ciertos y verificables sobre la composición y consistencia de su hacienda y de las actuaciones de sus administradores en la gestión de los negocios. El amparo de las expectativas de beneficios que mantienen los inversores será obstaculizado por el artificioso ocultamiento de datos que redundan en la justipreciación de la inversión.

Asimismo, aquel proceder demuestra un abuso que colisiona con la restricción de las actividades en competencia con la sociedad, limitación legal que constriñe el comportamiento de los directores. El lenguaje de los preceptos que, en el derecho comparado, resuelven esta controversia confluye en un punto.

La obtención de la información goza de un precedente funcional, de raigambre orgánica o estatutaria. El administrador o mandatario, en cualquiera de las facetas apuntadas, logra un cúmulo de conocimientos sobre una determinada materia, inferidos de la práctica habitual y de la experiencia de la gestión, enmarcada por los precisos confines del objeto social – pauta de mensuración de la configuración del evento -. Pues bien, la “corporation opportunity” no habilita al director a apropiarse de tales nociones para atribuir las a un emprendimiento – la adquisición o venta de los títulos de la sociedad o la provisión de la información a terceros que

⁴ “United States vs. Teicher”, 987 F2d.112 (2d.Cir.1993), citado en Allan Horwich “Possession versus Use: Is there a causation element in the prohibition on Insider Trading”, *The Business Lawyer*, Agosto 1997, volumen 52, pags.1251 y siguientes.-

los usufructúen – que aportará frutos lucrativos para su patrimonio en detrimento cierto y directo de la hacienda empresarial del ente⁵. La restricción funcional resguarda la integridad de los recursos de los que dispondrá la sociedad, presupuesto que convalida cualquier expectativa de beneficio para los socios.

La efectiva utilización de los testimonios por los administradores o terceros conllevará la probabilidad objetiva de la individualización de los sujetos que han infringido los deberes fiduciarios, en general, y las particulares prescripciones de divulgación, en particular. En consecuencia, se hilvanará la conducta lesiva con el agente que la ha provocado, sin acarrearle imputaciones contra el ente societario del cual se han irrogado las informaciones ventajosas. Será el administrador infiel y carente de diligencia quien responderá⁶.

II.3. La otra premisa se infiere del uso de la información, correlativa a la detención de la misma por parte de los administradores. Ahora bien, la jurisprudencia americana ha sentado diversos cartabones sobre la esencia de las conductas cumplidas por los administradores, funcionarios sociales y los terceros que adquieren noción sobre los eventos.

La antigua doctrina de la Corte Suprema de los Estados Unidos denunciaba la violación de los deberes de diligencia, en especial, y de lealtad, por parte de los titulares de la gestión social. En base a la “special relationship”, matizada por su matriz orgánica, se conceptuó que los deberes inmanentes al rol desempeñado aparejaban un deber negativo. Este se trasuntaba en la obligada abstención de toda ganancia personal en asuntos en los cuales se entremezclaran materias conocidas por el ejercicio del cargo. La premisa sucesiva les compelmía a divulgar los datos que se obtenían, de los que se seguía una modificación del valor de las participaciones sociales en los mercados. En principio, se estableció que los deberes abarcaban sólo a quienes estaban unidos por la relación orgánica, aunque sucesivos precedentes extendieron esa responsabilidad subsidiaria o derivada a los terceros que operaban en el mercado de capitales⁷.

Esta postura ha sido matizada, durante 1997, mediante un giro que atiende a la posesión de la información, de carácter reservado a pesar de la necesidad de su publicidad. Se mensura la infracción, no en relación a la sociedad cotizante o sus socios, sino sobre la violación de los genéricos deberes fiduciarios que le vinculaban con la fuente de la información. La confidencialidad de los conocimientos imponía una conducta previsor a los administradores y a todos aquellos que intervienen en el desarrollo de las operaciones congruentes con el objeto social. Así, se amplía el espectro de sujetos involucrados en el tráfico irregular de datos, ya que se conceptúa como infractores a quienes obtengan noticia y la tomen para sí, injustificadamente⁸.

⁵ En esta dirección, Mónica Cohen de Roimiser “El Interés Social en la Sociedad Anónima Actual”, Depalma, Buenos Aires, 1.979, pags.116, 117 y siguientes.-

⁶ Vide, Horwich “Possession versus Use: Is there a causation element in the prohibition on Insider Trading”, pag.1.238.-

⁷ “Chiarella vs. United States”, 445 US 222(1980) y “Dirks vs. S.E.C.”, 463 US 646(1983) constituyen los casos testigos de esta corriente.-

⁸ La denominada “misappropriation theory” ha sido adoptada por la Corte Suprema americana in re “United States vs. O’Hagan”, 117 S.Ct.2199(1.997).-

III. CONCLUSIONES.

La disposición de la información confidencial sobre aspectos relevantes de la dinámica empresarial está ínsita en las facultades funcionales que invisten los administradores sociales.

La pauta de la razonabilidad en su utilización y divulgación conforma el parámetro de convalidación de su actividad. Los deberes fiduciarios genéricos de su rol restringen la libertad de su aplicación a fines personales, que se contrapongan con la tutela de la consistencia del patrimonio y del interés sociales.

La aplicación de la información que obligadamente han de recibir por el ejercicio de su ministerio, al provecho personal se efectuará una vez que sea divulgada a los demás órganos y estamentos sociales y a los mercados de capitales. Las alteraciones en los precios de las participaciones sociales, a raíz de la arbitraria distribución de las noticias en provecho de los administradores o de terceros vinculados a los mismos, afecta al derecho al dividendo de los accionistas. La lesión al interés social se aprecia de la ilegítima inmixinión en terrenos vedados por la ley que se exterioriza de dicho comportamiento. Los bienes protegidos en el supuesto son la intangibilidad de la hacienda societaria y de las tenencias accionarias de los socios, resguardo primordial de su aptitud para generar beneficios patrimoniales.