

## **CAMBIO DE FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES, CAMBIO DE PARADIGMA DE LA RESPONSABILIDAD DE SUS OPERADORES**

*Javier M. Mirande y Juan P. Orquera*

### **SUMARIO:**

El dictado de la ley 26.831, implicó para el Mercado de Capitales argentino la adopción de un conjunto de medidas, procedimientos e instrumentos, propios de las más modernas plataformas internacionales; esa modificación fue acompañada por el dictado del Código Civil y Comercial, todo lo cual involucra la adopción y la regulación de mecanismos masivos de transacciones donde la relación bilateral entre operadores prácticamente ha desaparecido o sea que, en la medida que se ha modificado la forma de operar, se produce un cambio de paradigma en las consecuencias de las operaciones celebradas, porque si bien no desaparecen vendedor y comprador, precio y derecho, la forma en que las partes se vinculan se ha modificado y ello involucra, entre otros efectos, el cambio de modelo de responsabilidad de los operadores.



### **Ponencia:**

Al mercado de capitales <sup>1</sup> concurren, las emisoras <sup>2</sup>, entidades jurídicas que demandan fondos y los oferentes de esos fondos, que pueden ser institucionales o particulares (inversores, art. 1, incs. a y b), las primeras, reconocidas como

---

<sup>1</sup> Ley 26.831, art. 2.

<sup>2</sup> El término “Emisoras” identifica a aquellas entidades (sociedades por acciones, cooperativas o asociaciones) que se encuentren autorizadas para efectuar oferta pública de sus valores negociables y a los emisores de fideicomisos financieros. Se advierte entonces que el universo de emisoras es amplio: sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, cooperativas, asociaciones mutuales, asociaciones civiles.

“sociedades abiertas”, a efectos de captar esos fondos emiten distintos tipos de títulos; así el mercado de capitales cabe perfectamente en el concepto general de “punto donde se encuentran oferta y demanda, oferentes y demandantes de bienes y servicios”, los sujetos que intervienen en esta “oferta de activos financieros” son los que nos interesan.

1. La sanción de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, vino a producir una substancial reforma al sistema regulatorio; el viejo sistema de la Ley N°17.811, modificada (con sus cuestionamientos constitucionales) por el Dec. N° 677/2001, mantenía la tradicional estructura de Bolsas con mercados de valores asociados y un régimen de operaciones en el cual un agente operaba en “la rueda” contratando con otro agente, con análogas instrucciones<sup>3</sup> de vender-comprar títulos, concertando la transacción, suscribiendo la “minuta”. Esa operación se reflejaba en el “panel” y todos los operadores conocían las variaciones en el precio. Quimérica búsqueda del mercado de competencia perfecta.

Luego, dependiendo del tipo de operación, se liquidaba entregando el vendedor los títulos<sup>4</sup> y el comprador pagando el precio (24 hs., en las operaciones de contado); es más, el art. 25 (ley 17.811)<sup>5</sup> exigía que las operaciones debían ser concertadas para ser cumplidas, no pudiendo las partes sustraerse a dicho cumplimiento mediante el pago de diferencias de precios, disposición eliminada por la ley 26.831. Con el tiempo, este sistema de negociación cambió

---

<sup>3</sup> Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala E; Bull Market Brokers S.A Sociedad de Bolsa v. Dufaur, Miguel L. - 22/04/2010; Cita Online: 70061757; 1 - La ausencia de comprobación documental sobre las órdenes impartidas por la comitente a su agente, resulta suficiente para desestimar el saldo deudor de las operaciones bursátiles realizadas por éste a favor de aquella. 2 - A los efectos de la ejecución del saldo deudor, incumbe al agente de bolsa demostrar que fue el comitente quien le impartió las órdenes para la realización de las operaciones bursátiles que lo conforman. 3 - La facultad reglamentaria de aceptar órdenes verbales no autoriza a los operadores a demostrar por cualquier medio de prueba la concertación de encomiendas negadas por los comitentes, cuando las mismas superen la tasa lega. Cámara Nacional De Apelaciones En Lo Comercial, Sala E; Jorge Menéndez y Cía. S.C. v. Ripamonti, Raúl R. - 29/03/1999; Cita Online: 20000171; Sumarios; 1 - La facultad reglamentaria de aceptar órdenes verbales no puede legalmente autorizar a los operadores de bolsa a demostrar por cualquier medio de prueba la concertación de operaciones negadas por los comitentes, cuando las mismas superen la tasa legal (arts. 1193 Ver Texto CC. y 209 CCom. Ver Texto).

<sup>4</sup> Recordemos que en el origen, físicamente, luego con la aparición de los títulos escriturales, mediante anotaciones en las cuentas respectivas.

<sup>5</sup> Artículo 25. *Las operaciones de bolsa deben concertarse para ser cumplidas. Las partes no pueden sustraerse a su cumplimiento invocando que tuvieron intención de liquidarlas mediante el pago de la diferencia entre los precios que se registren al tiempo de la concertación y al de la ejecución.*

copernicanamente. La irrupción de la informática permitió, primero procesar masivamente la información generada en los mercados, permitiendo el acceso a inversores profanos y luego las operaciones mismas pasaron a ser realizadas mediante esos sistemas.

2. En la actualidad, esas operaciones se realizan mediante un sistema totalmente integrado entre los mercados, no existiendo casi, transacciones físicas, porque hoy se opera en una plataforma única durante 24 hs, y en todos los continentes; la ley 26.831 siguiendo en buena medida la estela del Dec. 677/2001, modificó la estructura de las instituciones bursátiles, eliminando entidades, mediante la “desmutualización”, borrando la anacrónica separación entre Mercado y Bolsa, pasando a “mercados”, es decir, sólo a las entidades que reúnen todas las características de administración de los sistemas de negociación. Directriz que se refleja en el Código Civil y Comercial (art. 1.429), que en tanto siquiera nombra a los posibles contratos, viene a consagrar el principio de libertad de contratación (arts. 958 y 970, por citar algunos), lo cual es visiblemente beneficioso para la libertad contractual.

3. De esta manera, se genera un espacio donde las operaciones se celebran en un procedimiento de órdenes de mercado <sup>6</sup>. Este régimen, se sirve de un libro de órdenes centralizado, común a todos los mercados, totalmente informatizado, en el que la contraparte –central– no es más la vendedora o compradora sino el propio mercado u otra entidad auxiliar, como, por ejemplo, la cámara compensadora <sup>7</sup>, donde todas las órdenes de compra y de venta sobre un mismo título (impartidas por todos los inversores) se confrontan informáticamente de manera automática y al finalizar un determinado período (un día de negociación, por ejemplo), se fijan los saldos acreedores o deudores y se liquidan las operaciones.

Sistema vigente en muchos países de Europa (Francia y España, por ejemplo) y en el de la Bolsa de Valores de Nueva York (*New York Stock Exchange*, NYSE) y otros mercados internacionales <sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Compra-venta de títulos: activos financieros.

<sup>7</sup> Art. 40, Ley 26.831, y Cap. I, Título VII, de las Normas de la CNV, t.o. 2013.

<sup>8</sup> Ver, por ejemplo, para el sistema español, Tapia Hermida, Alberto J., “Manual de Derecho del Mercado Financiero”, Iustel, Madrid, 2015, Págs. 497 y ss.; para el sistema francés Merville, Anne-Dominique, “*Droit Financier*”, Gualino Éditeur, Tercera edición, Issy-les-Moulineaux, 2017, págs. 269 y ss. En los Estados Unidos existe una profusa literatura sobre el tema. Para una visión general puede consultarse Hazen, Thomas Lee, “*Principles of Securities Regulation*”, Cuarta Edición Revisada, West Academic Publishing, 2017, págs. 363 y ss. También resultan útiles los siguientes artículos: Mahoney, Paul y Rauterberg, Gabriel, “*The Regulation of Trading Markets: a Suvey and Evaluation*”, University of Virginia School of Law, Law and Economics Research Paper Se-

Este cambio de estructura y procedimiento, importa ciertamente un fuerte cambio de paradigma en el mercado de capitales argentino, en línea con los cambios ocurridos en el mundo en las décadas recientes; el objeto de esta ponencia es esbozar, al menos brevemente, el impacto que este cambio de paradigma tiene en la responsabilidad civil de los operadores en los mercados por los potenciales daños causados por sus actividades.

## II. Problemas que se plantean

1. Un primer aspecto que debe tenerse en cuenta es que la gran mayoría de las transacciones que se realizan en estos mercados (art. 39, ley 26.831), especialmente los secundarios, ya no tienen la forma tradicional de operaciones bilaterales. La centralización de órdenes de compra-venta y la aparición de una contraparte central transforman esas transacciones en multilaterales, pues, como se dijo, todos los interesados compradores y vendedores se confrontan al final de un período determinado, a resultas de lo cual, en ese momento, se liquidarán las operaciones por diferencias entre los saldos acreedores y deudores. De ahí que, resulte difícil, intentar determinar quién ha sido contraparte en una operación determinada. Se pone incluso en tela de juicio si pueden aplicarse a estas transacciones las pautas del régimen usual de los contratos; la cuestión ha sido debatida, por ejemplo, en Francia<sup>9</sup>. Algunos autores sostienen que en los mercados rige una lógica colectiva, ya no bilateral<sup>10</sup>. La controversia no resulta menor,

---

ries 2017-02; y Poser, Norman, “*The Stock Exchanges of the United States and Europe: Automation, Globalization, and Consolidation*”, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 22 (2001), ps. 497 y ss.

<sup>9</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*La réparation des préjudices boursiers*” Revue Banque Édition, Paris, 2010 Prorok, Johan “*La responsabilité civile sur les marchés financiers*”, tesis de doctorado en Derecho Privado defendida en la Université Panthéon-Assas, 2016.

<sup>10</sup> Así, para Anne Catherine Muller el objetivo de eficiencia del mercado se alcanza mediante la adopción de reglas especiales que organizan la realización de intercambios económicos imbuidos de una lógica particular, radicalmente diferente de la concepción del contrato sinalagmático. La formación y la ejecución de las operaciones del mercado obedecen a principios colectivos, que excluyen el carácter bilateral de las convenciones. De ahí que, para esta autora, los mercados financieros no pueden asimilarse a una suma de contratos estandarizados, pues no constituyen una suerte de fenómeno contractual en gran escala. El derecho financiero no es un derecho especial de los contratos, si no un derecho del mercado que desplaza la reflexión jurídica de las relaciones individuales y bilaterales por una organización colectiva de intercambios económicos (Muller, Anne Catherine, “*Droit des marchés financiers et droit des contrats*”, Ed. Economica, Colección Investigaciones Jurídicas, Volumen 16, 2007, págs. 382 y ss.).

pues en las transacciones bilaterales<sup>11</sup> no se plantean problemas especiales en la aplicación del régimen general de la responsabilidad previsto en el Código Civil y Comercial, pues se tratará de una responsabilidad –contractual–, emergente de un incumplimiento<sup>12</sup>. El problema se plantea precisamente en las operaciones multilaterales, que, como se dijo, conforman la mayor parte de las operaciones en el mercado secundario y que se realizan entre partes anónimas, al precio fijado por el mercado y en base a informaciones difundidas, no individualmente por los contratantes, sino públicamente, al conjunto del mercado, por parte de terceros ajenos a la transacción –generalmente, el emisor del título objeto de la transacción–, por ese motivo, hablamos de giro copernicano.

Y en el punto, atento la alta especificidad de la materia, razonablemente no hay normas del Código Civil y Comercial que resuelvan la cuestión, salvo, como dijimos, las relativas a la libertad de contratación, con lo que se debe de apelar a las disposiciones de la CNV, pero que tampoco resuelven la cuestión de los incumplimientos interpartes.

2. Por otro lado, la pluralidad de partes genera no sólo una posible pluralidad de causantes de daños, sino también una pluralidad de víctimas puesto que, por ejemplo, no sólo las alteraciones artificiosas, maniobras fraudulentas o información reticente o incluso engañosa, que afectan la cotización de los títulos, impactan al conjunto de los inversores que hayan expresado interés comprador o vendedor sobre esos títulos e incluso, aún sobre quienes se abstuvieron de hacerlo y que en algún supuesto, pueden configurar delitos penales (arts. 303 y sgtes. Código Penal); sino que además, estos actos lesivos se caracterizan porque pueden producir daños masivos, en tanto existe una pluralidad de víctimas que sufren un perjuicio provocado por un mismo –único– acto dañoso. Daño que, a pesar de su pluralidad, no debe confundirse con el daño colectivo<sup>13</sup>, y al respecto, recordamos que la ley 26.831, tiene el objetivo declarado de proteger a los inversores (art. 1, inc. b, 19, etc.).

---

<sup>11</sup> Art. 724 “ Obligatio est iuris vinculum quo necessitate adstringimur alicuius solvendae rei secundum nostra civitates iura “ (*Institutas de Justiniano (Libro III, Título III, proemio)*), “ Relación jurídica en virtud de la cual un sujeto (deudor) tiene el deber jurídico de realizar a favor de otro (acreedor) determinada prestación” (Alterini A. A. - Ameal O. - López Cabana R. H ., *Der. de oblig. civiles y comerciales* , cit., p. 14, nro. 2.) 730, 966 CCC.

<sup>12</sup> Arts. 730, 731 CCC.

<sup>13</sup> El daño colectivo es el que sufre una colectividad de individuos en cuanto tal, independientemente de los intereses de cada uno de sus miembros, como ocurre, por ejemplo, en el daño ambiental (Cf. Pizarro, Ramón Daniel y Vallespinos, Carlos Gustavo, “*Tratado de responsabilidad civil*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2017, Tomo III, págs. 444 y ss.).

Por lo demás, aun cuando en ciertos supuestos se puede identificar al autor, como por ejemplo, en los casos de difusión de información falsa o engañosa (art. 69, ley 26.831), las dificultades apuntadas incidirán en la prueba del daño al inversor perjudicado, como también, en la valuación del daño sufrido –generalmente son pocos pesos por título–, que, en los mercados de capitales, adquiere especial relevancia, por la labilidad del terreno donde se desarrolla la relación, porque juegan factores tales como alea bursátil o riesgo inherente a cualquier operación de mercado y que no puede ser objeto de reparación, salvo dolo<sup>14</sup>.

3. Por otro lado, es cierto que nuestra ley de mercado de capitales ha establecido un sistema de indemnización tarifada para ciertos supuestos de conductas contrarias a la transparencia; sistema, tomado del Dec. 677/2001 y que se había inspirado en el régimen estadounidense; la norma establece en sus arts. 117 a 128, los tipos infraccionales y las sanciones aplicables a los casos de abuso de información privilegiada y de daños por información brindada en los prospectos, conformando un sistema de responsabilidad objetivo pues, demostrado el error u omisión esencial en la información o el uso de la información privilegiada y el daño generado, se presumirá la relación causal entre ambos. La posible reparación de los daños se encuentra además tarifada<sup>15</sup>.

El régimen apunta fundamentalmente al elenco de integrantes de una emisora, sean administradores, fiscalizadores, accionistas o sus representantes, no excluye a los agentes y otros intermediarios u operadores (arts. 117, 119 y sgtes.) y coherentemente, las acciones de reparación también prescriben a los 3 años (art. 118 LMC y art. 2561, párr. 2 CCC), la complementación es evidente.

4. Pero, el régimen no contempla toda la variedad de daños que pueden producirse en los mercados de capitales, no se prevé, por poner dos ejemplos,

---

<sup>14</sup> La valuación del daño financiero debe tener en cuenta, además, el impacto financiero y económico de las indemnizaciones que se concedan en el mercado en general, por ejemplo, el relacionado con la circularidad de las indemnizaciones que implica que la carga financiera de las indemnizaciones acordadas puede terminar pesando sobre el propio inversor accionista de una sociedad emisora a través de su impacto en la cotización de sus acciones. Para un análisis de este impacto puede consultarse Coffee, John, “*Reforming the securities class action: an essay on deterrence and its implementation*”, Columbia Law Review, No. 106, 2006, págs. 1534 y ss. (disponible en línea en [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/33](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/33)).

<sup>15</sup> Para un análisis más amplio de este régimen ver Mirande, Javier Miguel, “Responsabilidad derivada de la información suministrada en prospectos en la nueva Ley de Mercado de Capitales”, Microjuris Online, 04-02-2014, MJ-DOC-6568-AR | MJD6568, y Mirande, Javier Miguel: “Nueva Ley de Mercado de Capitales: la responsabilidad de los intervinientes por abuso de información privilegiad”, Microjuris Online, 04-07-2013, MJ-DOC-6344-AR | MJD6344.

i) la responsabilidad por la información periódica que deben brindar al público las emisoras o ii) la manipulación de precios mediante la emisión de órdenes de compra o venta con la intención de inducir a error –defraudar–, y, por otro lado, habría que preguntarse si el sistema de indemnización tarifada no resulta inconstitucional por violar el principio de reparación integral, como ha ocurrido en otros campos, en el Derecho Laboral, por ejemplo.

Asimismo, el sistema de valuación tarifada dista mucho de contemplar las particularidades de los mercados de capitales antes mencionadas y de las operaciones allí realizadas, especialmente los relacionados con el alea bursátil o la circularidad de las indemnizaciones acordadas <sup>16</sup>.

### III. Conclusiones

Como vemos, esta ponencia no pretende analizar exhaustivamente el impacto de las nuevas realidades de los mercados de capitales en lo referente al régimen de responsabilidad de los participantes.

Tratamos de poner de relieve los problemas y dificultades que enfrenta un análisis de ese tipo y que, tarde o temprano, debe encararse en nuestro país.

En nuestra opinión, un régimen de responsabilidad civil que satisfaga adecuadamente a los inversores, tanto, desalentando maniobras como reparando rápida y eficientemente, no sólo es un imperativo de justicia, sino también una eficaz herramienta de regulación; pero no se nos escapa que la severidad en sí misma, no hace más que sojuzgar a operadores y desalentar a los inversores porque deprime las ganancias.

Precisamente, la absoluta inexistencia de acciones por responsabilidad civil por daños en los mercados de capitales en toda la historia jurídica de nuestro país tiene su explicación en que, hasta el momento, no ha existido un régimen de responsabilidad que proporcione la satisfacción aludida <sup>17</sup>, esta ponencia propone que se dé el primer paso en esa dirección.

<sup>16</sup> Al respecto del problema de la circularidad, cfr. obra citada en nota 14.

<sup>17</sup> Lo cual no deja de ser una paradoja, pues el sistema actual de responsabilidad de la ley 26.831 tiene su origen en la regulación existente desde hace muchas décadas en los Estados Unidos, país que es, sin duda, el de mayor litigiosidad en la materia en el mundo.