

## NUEVA LEY DE MERCADO DE CAPITALES: LA RESPONSABILIDAD DE LOS INTERVINIENTES POR ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

*Javier Mirande y Juan Pablo Orquera*

A) La reciente sanción de la ley 26.831, de Mercado de Capitales (en adelante, “LMC”), sigue despertando no poco debate en torno a sus disposiciones.

Una de sus principales características ha sido el cambio fundamental en la estructura de los mercados de capitales. Hasta el dictado de la LMC, regía en nuestro país, si bien menguadamente, el sistema de autorregulación de las instituciones participantes: bolsas de comercio, mercados de valores, mercados de futuros, etc.; el dictado de normas operativas en el seno de dichas instituciones era la regla y, lo más importante, el control primario de las operaciones y el poder disciplinario, estaba en cabeza de las mismas instituciones, teniendo la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) un control de segundo grado. Y de hecho mediante la Resolución CNV 615/2013, de reciente sanción, se viene a demostrar que el régimen derogado no resulta tan sencillo de modificar y por ello se ha dispuesto que: *“Las entidades, mercados, agentes y bolsas de comercio actualmente existentes, hasta la sustitución de las reglamentaciones, continuarán sus actividades en la forma que lo vienen efectuando, con sujeción a la observancia de principios indisponibles y a los cronogramas de adecuación que oportunamente establezca la C.N.V., conforme lo dispuesto por el artículo 155 LMC”* (Art. 2°).

No es éste el lugar para hacer una evaluación del régimen derogado, pero es indudable que implicaba una menor intervención del estado en el desarrollo de los mercados de capitales. La filosofía de la LMC es antitética; se elimina todo vestigio de autorregulación y se pone en cabeza de la

CNV, el control primario de las operaciones y el poder disciplinario sobre los intervinientes en el mercado<sup>1</sup>, exteriorizado mediante el dictado de normas. Tampoco es el lugar para opinar sobre el tema.

Más allá de las objeciones y debates, es indudable que el mercado de capitales argentino no se había desarrollado en la medida de sus posibilidades. El gran interrogante que se abre ahora es si logrará el tan ansiado desarrollo a partir de la sanción de la LMC.

**B)** La nueva ley incorpora, disposiciones, que admiten distintas fuentes, incluso de la derogada 17.811, como también del Decreto 677/01 (de Transparencia). La incorporación de las pautas del mencionado Decreto en la nueva ley resulta ciertamente saludable, dada su dudosa constitucionalidad, porque había sido dictado en base a las facultades delegadas en el Poder Ejecutivo por la ley 25.414

Visto el contexto, vayamos al detalle de nuestro tema:

**C)** El tema que nos ocupa se encuentra desarrollado en el Capítulo VI, denominado “Acciones y sanciones por conductas contrarias a la transparencia”, el cual está dividido en tres Secciones. La Primera, “Conductas contrarias a la transparencia”, la Segunda “Prospectos” y la Tercera “Operación en Infracción”; en total, el Capítulo consta de doce artículos, del 117 al 128. En lo sustancial, sigue las pautas de los artículos pertinentes del Decreto 677/01, con algunas escasas variaciones que se mencionarán en cada caso.

Precisamente, el objeto de este trabajo es hacer un análisis liminar de la responsabilidad de los sujetos intervinientes en los mercados financieros, a la luz de las normas contenidas en la Sección Primera citada.

**D)** Como se mencionó, la Sección I, del Capítulo VI, de la LMC, se denomina “Conductas Contrarias a la Transparencia” (arts. 117 y 118).

La primera de las normas trata del abuso de información privilegiada, la manipulación y engaño en los mercados y la intervención en la oferta pública en forma no autorizada.

I. El primer apartado del art. 117 LMC, dispone: “*a) Abuso de información privilegiada. Los directores, miembros del órgano de fiscalización,*

---

<sup>1</sup> El Nuevo régimen implica la derogación total o parcial de normas como los Decretos 677/01 y 656/92 (t.o. 749/00) y los artículos 80 a 94 del DNU 2284/91 y del Decreto 476/04.

*accionistas, representantes de accionistas y todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora o entidad registrada, por sí o por persona interpuesta, así como los funcionarios públicos y aquellos directivos, funcionarios y empleados de los agentes de calificación de riesgo y de los organismos de control públicos o privados, incluidos la Comisión Nacional de Valores, mercados y agentes de depósito y cualquier otra persona que, en razón de sus tareas tenga acceso a similar información, no podrán valerse de la información reservada o privilegiada a fin de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública. Lo aquí dispuesto se aplica también a las personas mencionadas en el art. 35 de la ley 24.083<sup>2</sup> y sus modificaciones. En estos casos, el diferencial de precio positivo obtenido por quienes hubieren hecho uso indebido de información privilegiada proveniente de cualquier operación efectuada dentro de un período de seis (6) meses, respecto de cualquier valor negociable de los emisores a que se hallaren vinculados, corresponderá al emisor y será recuperable por él, sin perjuicio de las sanciones que pudieren corresponder al infractor. Si el emisor omitiera incoar la acción correspondiente o no lo hiciera dentro de los sesenta (60) días de ser intimado a ello, o no lo impulsara diligentemente después de la intimación, dichos actos podrán ser realizados por cualquier accionista”<sup>3</sup>.*

<sup>2</sup> Art. 35. – Sanciones: Las infracciones a las disposiciones de la presente ley, como a las normas que dictare el organismo de fiscalización, son pasibles de las sanciones siguientes: a) Apercibimiento; b) Multa, por el importe que resulte de aplicar el inciso b) del artículo 10 de la ley 17.811 y sus modificaciones de \$ 1.000 a \$ 1.500.000. La misma se aplicará también a los directores, administradores, síndicos, consejeros y gerentes, en forma solidaria; c) Inhabilitación temporal para actuar. Mientras dure tal inhabilitación únicamente se podrán realizar, respecto del fondo, actos comunes de administración y atender solicitudes de rescate de cuota-partes, pudiendo vender con ese fin los bienes de la cartera que fueren necesarios, bajo control de la Comisión Nacional de Valores; d) Inhabilitación definitiva para actuar como sociedad gerente o depositaria de fondos comunes de inversión; e) Inhabilitación de hasta 5 años para ejercer las funciones de agente colocador y las demás indicadas en el inciso c) del artículo 10 de la ley 17.811 y sus modificaciones, en lo que corresponde al ámbito de aplicación de la presente Ley. Las presentes sanciones serán aplicadas por la Comisión Nacional de Valores, previa aplicación del régimen sumarial estatuido en los artículos 12 y 13 de la ley 17.811 y sus modificaciones. El organismo de fiscalización podrá renovar la suspensión preventiva por resoluciones sucesivas. (Artículo sustituido por art. 43 del Dec. N° 677/01, B.O. 28/05/01).

<sup>3</sup> El texto transcrito es el aprobado en la Cámara de Diputados, que corrigió una inconsistencia del proyecto remitido por el Poder Ejecutivo Nacional, generalizándolo-

Vemos que el referido art. 35 de la ley 24.083, de Fondos Comunes de Inversión, al cual remite el transcripto art. 117, a su vez reenvía a la derogada ley 17.811, y así se plantea la cuestión de si dicho reenvío se produce al vacío, dada la derogación integral de la ley 17.811. Es decir, si las normas originarias de la ley 17.811 están derogadas, incs. b y c, del art. 10 (multa e inhabilitación, respectivamente), ¿es aplicable el art. 35 de la Ley de Fondos Comunes de Inversión en esos puntos?

Sospechamos que una de las causas de la “inconsistencia” apuntada estaría en la urgencia con que fuera tratada y aprobada la norma<sup>4</sup>.

Nos parece que no hay tal reenvío al vacío<sup>5</sup>.

En efecto, de una lectura atenta de las normas involucradas, surge con claridad que el reenvío que efectúa el artículo 35, de la Ley de Fondos Comunes de Inversión, no es liso y llano, es decir, una mera remisión a sanciones impuestas en otra norma legal. El propio artículo 35 establece las sanciones que les corresponden a los sujetos capturados por el tipo legal, el cual está expresamente establecido en la norma. La única remisión es a la modalidad de ciertas sanciones de inhabilitación que estaban previstas en el artículo 10, de la ley 17.811 y que son reproducidos en la nueva LMC (artículo 132). Creemos que, al no tratarse del reenvío a un tipo pe-

---

se la prohibición del uso de información reservada sin una remisión inadecuada a las normas del Código Penal. Por lo demás, la norma es sustancialmente análoga al art. 33, del Dec. 677/01.

<sup>4</sup> Una de las particularidades de esta nueva ley radica en que, siendo tan pretenciosa la modificación del sistema imperante aplicable a los mercados de capitales y tan rápida su sanción, en el texto de la ley no se ha podido determinar con exactitud qué normas quedan vigentes, cuáles modificadas y cuáles otras derogadas. El legislador resuelve el tema estableciendo la derogación «de toda otra norma que se oponga a la presente ley», incrementando el nivel de incertidumbre para los administrados. Incertidumbre fundamentada en que se establece que es la misma Comisión Nacional de Valores quien reglamenta, interpreta y aplica la nueva ley. (GRISOLIA, María A. - GAMBERALE, Fernando, Competencias y facultades otorgadas por la ley 26.831 a la Comisión Nacional de Valores; 21-may-2013; MJ-DOC-6283-AR | MJD6283).

<sup>5</sup> La ley aplicable al delito desde el punto de vista temporal es la vigente en el momento de su comisión. Se trata de una regla que se deriva del principio de legalidad que, como vimos, prohíbe la aplicación retroactiva de la ley. Es decir, las leyes penales sólo alcanzan a los hechos cometidos después de su entrada en vigor. Es un principio sobre el que existe el más completo acuerdo en las legislaciones modernas (FONROUGE, M<sup>a</sup>. Constanza; La aplicación de la ley más benigna; 01-dic.-2006; MJ-DOC-3054-AR | MJD3054).

nal derogado, sino simplemente a modalidades sancionatorias previstas también en la nueva LMC, no existe vacío legal.

De todas maneras, se trata de un error técnico que debió haber sido contemplado con más cuidado y haber *“compatibilizado”* todas las normas en juego, a saber, la remisión de la Ley de Fondos Comunes de Inversión a la derogada ley 17.811.

II. Otra cuestión destacable es la definición de lo que se entiende por *“información privilegiada”* o *“reservada”* establecido en el art. 2º, último párrafo, de la LMC, titulado, precisamente *“Definiciones”*. En lo que atañe a la *“información reservada”*, dice es *“Toda información concreta que se refiera a uno o varios valores negociables, o a uno o varios emisores de valores negociables, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiese influido de manera sustancial sobre las condiciones o el precio de colocación o el curso de negociación de tales valores negociables.”* Esta norma está tomada casi textualmente del art. 2º, último párrafo, del Decreto 677/01.

III. Sin perjuicio de las sanciones administrativas que pudiere imponer la C.N.V., la norma regula, en su artículo 118, una *“acción de recupero”*, de naturaleza social y tiene como fin el recobro del valor positivo diferencial resultante del abuso en la uso de la información.

Dicha norma establece:

*“Acción de recupero. La acción de recupero prescribirá a los tres (3) años, podrá promoverla cualquier accionista con sujeción a las normas que regulan la acción subrogatoria y será acumulable a la de responsabilidad prevista en el artículo 276 de la ley 19.550 de sociedades comerciales (t.o. 1.984) y sus modificaciones, sin que sea necesario previa resolución asamblearia”.*

Esta acción es de naturaleza característicamente social pero puede ser promovida por *“cualquier accionista con sujeción a las normas que regulan la acción subrogatoria”* y *“será acumulable a la de responsabilidad prevista en el art. 276”* LSC, sin necesidad de previa resolución asamblearia.

Entonces estamos ante una acción que tiene por objeto el resarcimiento del daño producido a la sociedad como consecuencia del obrar lesivo de los intervinientes en el abuso.

Y aquí, la ley presume la existencia de daño y lo “tarifa”, circunscribiéndolo al monto equivalente al valor positivo diferencial obtenido por los infractores, es decir que, la ganancia ilícitamente obtenida, corresponde a la sociedad emisora. Entonces, ante esta norma cabe preguntarse: ¿Estamos ante una presunción de daño o se trata de una variante del daño punitivo? Nos inclinamos hacia esta última postura, pues podría ocurrir que las operaciones ilícitas hubiesen generado ganancias para sus perpetradores, sin daño para la sociedad y en ese caso, no resulta razonable pensar que los infractores no estarán obligados a devolver esa ganancia ilícitamente obtenida (art. 1109 CC). De ahí que, en nuestra opinión, se trate de la clara aplicación de la doctrina de los daños punitivos, que podemos ejemplificar diciendo: *el causante del obrar ilícito debe devolver a la sociedad la ganancia producida por su accionar y no podrá eximirse, ni probando que ésta no sufrió daño.*

Desde esta perspectiva, el infractor, sólo se exime acreditando la licitud de su obrar, o sea que no se ha configurado el tipo infraccional, que en el caso se reduce a sostener que no hubo utilización indebida de información privilegiada, por ejemplo, demostrando que la información no tenía carácter reservado.

IV. Otra cuestión destacable es la relativa a la legitimación para el ejercicio de esta acción. Veamos: la acción de recupero, dado su carácter social, puede ser ejercida por la sociedad emisora o por cualquier accionista si aquélla no la iniciare o impulsare dentro de los 60 días de intimada. En este caso, se tratará de una acción social ejercida por el accionista, conforme las normas establecidas de la LSC.

El artículo 118, de la LMC, completa esta disposición estableciendo que la acción de recupero prescribe a los 3 años y será acumulable a la acción de responsabilidad prevista en el artículo 276 LSC.

### **E) Conclusión**

Del análisis de las normas incluidas en este trabajo, surge con claridad que:

a) Tanto el legislador de 2001, como el de 2012, han estructurado un sistema de responsabilidad civil por conductas contrarias a la transparencia en los mercados financieros que, en buena medida, se inspira en el sistema estadounidense, apartándose del lenguaje y la estructura de nuestro régimen general de responsabilidad civil de raigambre latino-germánica.

En nuestra opinión hubiera sido deseable una mejor armonización entre el sistema propuesto —especial— y el general o, mejor aún, haber tomado como fuente otros sistemas, tales como el italiano o el español, que sin las inconsistencias puntualizadas resultan mejor organizados con los respectivos sistemas generales expuestos en sus Códigos Civiles.

b) Por lo dicho, entendemos que la estructura actual requerirá no poca labor interpretativa de los operadores legales, léase, nosotros, los abogados y jueces encargados de su aplicación.

c) El sistema del art. 117 LMC, apunta a la aplicación de la responsabilidad por el criterio de daño punitivo, saliendo de la órbita del sistema jus-civilista que nos rige en general.

d) Téngase presente que, desde la vigencia del Decreto 677/2001, y más allá de su dudosa constitucionalidad, ahora salvada por la LMC, no se iniciaron acciones judiciales por particulares tendientes a la obtención de resarcimientos invocando sus normas; y

c) Por lo tanto, las cuestiones apuntadas podrían constituirse en otra dificultad para el desarrollo del Mercado que se pretende, porque los operadores se han de encontrar con procedimientos poco eficientes para la protección de sus intereses.