

INSIDER TRADING: ¿DELITO SOCIETARIO O CONTRAVENCIÓN?

NORA LAMBRUSCHINI

PONENCIA

El insider trading no es un delito, sino una contravención, y como tal su prohibición y sanciones no necesariamente deben establecerse por ley nacional, siendo suficiente la normativa emanada de la CNV.

Al efecto se agregó algunas recomendaciones:

- * Su regulación debe ser amplia, en una norma general que incluya todas las modalidades de insider trading y operaciones alcanzadas. Las ventajas obtenidas sólo deben ser patrimoniales.
- * Desechar la represión penal, por exceso de sanciones, no ejemplar, costosa e inútil. Establecer sanciones como la inhabilitación y multas, con monto determinado en relación al beneficio obtenido, y acciones resarcitorias del perjuicio sufrido, con indemnizaciones integrales y aplicación de medidas cautelares, como la inmovilización de activos.
- * Contemplar mínimamente el elemento intencional: El insider debe saber que viola la relación fiduciaria que lo une con la emisora y sus socios.
- * Extender el deber de revelación informativa a la denuncia de tenencias de títulos valores a personas íntimamente vinculadas con el posible insider, y a los funcionarios públicos, en declaraciones juradas de acceso público.
- * Contar con recursos humanos técnicos materiales e informáticos suficientes para concretar la implementación de la prohibición.
- * Evaluar detalladamente el costo de la implementación de la prohibición en términos de la relación 'costo-beneficio'.
- * Las autoridades administrativas y judiciales nacionales deben trabajar en colaboración con sus pares extranjeros, aprovechando la experiencia de países más desarrollados.

FUNDAMENTOS

1. Introducción

Uno de los instrumentos más importantes del financiamiento de la actividad productiva de un país es el ahorro a largo plazo. Los mercados de capitales se manejan, especialmente con este tipo de inversión, en título emitidos por empresas privadas o públicas.

Con tal inversión financian activos fijos u obras de infraestructura, razón por la cual es necesario rodearlo de las mayores condiciones de seguridad. Esta protección la lleva a cabo el Estado, por medio de una adecuada legislación que asegure al inversor la eficacia de la canalización y destino del ahorro público.

La intercomunicación de los mercados, la división del mundo en cuatro o cinco grandes bloques económicos, la profundización de los procesos de reestructuración estatal, desregulación económica y reconversión empresarial, privatizaciones, tipo de cambio fijo, nuevas negociaciones de la deuda externa, política tributaria favorable al mercado de capitales constituyen las improntas del nuevo sistema mundial.

Los mercados emergentes de Europa del este y Latinoamérica necesitan inversiones de capital extranjero. Así competirán entre ellos, y Argentina no escapa a esta visión. Pero a pesar de haber conseguido, en los últimos tiempos, una mayor afluencia de activos extranjeros, todavía falta mucho camino para lograr un crecimiento sostenido en la región. A estos fines es dable reconocer que el mismo dependerá de que continúe el proceso de ingreso de capitales, ya sea inversión extranjera directa o en títulos privados o públicos.

Es así que la circulación del ahorro y la inversión desempeñará un papel esencial en la consolidación de las variables ya señaladas, y los Estados que sepan aprovechar las nuevas condiciones se beneficiarán enormemente, obteniendo un financiamiento directo del público inversor, generalmente a más bajo costo.

La protección del inversionista, la formación del capital y el financiamiento de los negocios son puntos neurálgicos del sistema bastante difíciles de conjugar. Es aquí donde se cuestiona si es conveniente o no adoptar un sistema normativo que prohíba el insider trading, y si resulta suficiente la regulación de la CNV. El paso siguiente es preguntarse si se aconseja o no la represión penal, y definir la naturaleza jurídica de la conducta ilícita. Luego se realizan algunas observaciones analizando la normativa vigente, en especial sobre las medidas de prevención posibles: el sistema de revelación (información y publicidad), la tipificación de infracciones, las sanciones aplicables y la internacionalización del instituto; aspectos claves, que determinarán la eficiencia de un modelo coordinado de regulación, a la luz de la globalización operada en los mercados internacionales.

2. Sistema de regulación

El sistema capitalista liberal no impide que se regulen categorías en vista a consideraciones éticas en el mercado. Es innegable que su prohibición da un piso de seguridad, y que su fuente es la violación de un deber de confianza. En el mercado debe existir una confianza mínima basada en la buena fe (C.C. art.1198).

Quien se aprovecha de información privilegiada, conociendo este hecho y por ende también la ignorancia del público no comete fraude, pero sí una conducta ilícita que debe ser prevenida y sancionada. Además así como no es justo que toda la comunidad corra con el costo impositivo de la implementación de la prohibición, tampoco resulta equitativo que la recompensa por sus ganancias ilícitas sea soportada por todos nosotros. La única razón por la cual debe avalarse su prohibición es una fundamentación de orden ético.

La prohibición es amplia, y su violación no se condona con publicar la información reservada, pues la información se encuentra sujeta a un deber de guardar reserva y el hecho de no publicarla no exime de esta obligación. Ante el acceso al conocimiento de información privilegiada la obligación es la de abstenerse de negociar y denunciar toda posibilidad de utilización de la misma en la operatoria del mercado.

Es así que parece que la solución estaría en hallar un equilibrio entre los factores de regulación, implementación, punición, y costos, y establecer una prohibición amplia basada en una norma general que incluya las modalidades conocidas de insider trading, la nominación de los sujetos activos así como las operaciones, pero con carácter enunciativo, y donde el límite se encuentre el elemento subjetivo.

La R.G. CNV 190-227 reguló el régimen de transparencia del mercado de capitales al cual deberán sujetarse todos los intervinientes. Esta normativa que emana de la Comisión Nacional de Valores (CNV) es suficiente, su poder regulatorio surge no sólo de su ley de creación (L.Nº:17.811 art. 7) sino en especial del Decreto de Desregulación Económica (D.2284/91).¹

2.1. Fines de la Regulación

- * Otorgar a los inversores la mayor información, veraz, suficiente y oportuna, sobre los títulos emitidos por las empresas.

¹ El V Congreso de Derecho Societario reconoció esta postura y la legitimidad de los actos administrativos otorgados en base al D.2284/91. (Córdoba, 1990).

- * Brindar condiciones equitativas y serias en la negociación de valores por parte de todos los intervinientes en el mercado.
- * Evitar los abusos que cometen los tenedores de grandes paquetes de valores por parte de todos los intervinientes en el mercado.
- * Protección de la fe pública y el ahorro público canalizado en la inversión de títulos públicos y privados.
- * Contar con un cuerpo de normas orgánico que regule adecuadamente las instituciones, intermediarios, instrumentos que concurren a la oferta pública, y cuya flexibilidad permita lograr un sistema coordinado y armónico entre los diferentes mercados de capitales en el orden internacional accediendo al mismo en un marco de seguridad, agilidad, confianza, existencia de crédito y minimización de riesgo.
- * Establecer una mayor transparencia en las actividades del mercado, a fin de lograr que los inversores favorezcan a las entidades más eficientes y seguras.

2.2. El Principio de Igualdad en el Mercado de Valores

Es indiscutible que las normas que regulan la transparencia de los mercados de valores relacionan dos pilares fundamentales: la formación de precios y las condiciones de difusión y utilización de la información sobre los valores que allí se negocian.

En los mercados el elemento más significativo es la información, y no todas las personas tienen acceso a los mismos caudales de información. En un mercado capitalista no existe tal cosa como la igualdad en los valores generales de la comunidad. Cada sujeto tiene valoraciones distintas, y en sus elecciones aprecia más un bien que otro. Ese es el principio de cualquier transacción.

Para hacer más atractiva la oferta el oferente trata de mejorar su producto. Cuando un sujeto es interesado por el producto ofrecerá un precio porque valora más el bien que el dinero que ofrece a cambio del mismo. La información es una especie de valor agregado al producto y como tal se incorpora al precio, y opera sobre el bien ofrecido-requerido desequilibrando las valoraciones de los sujetos intervinientes y produciendo la transacción. Gracias a que no todos poseemos toda la información disponible es que se realizan los negocios. Es por ello que hablar de igualdad de información en el mercado es una utopía. En el mercado actúan una serie de personas que se especializan en el manejo de información, y todas ellas tienen según sus categorías diferentes derechos y obligaciones. Dentro de estas categorías hay personas que tienen acceso a información privilegiada (insiders), otras no (outsiders), otros actúan según sus propias necesidades de liquidez (Liquid

traders), otras según sus análisis, estudios e investigaciones (specialist). Pero la categoría más amplia es la de aquellas personas que no negocian con títulos valores.

Todos ellos están afectados por la regulación que prohíbe el insider trading. Todos ellos sin excepciones soportarán el costo impositivo de su implementación.

Es por ello que cuando se habla de "Igualdad" en el mercado de capitales se hace referencia a la igualdad de trato, y oportunidades en las condiciones de acceso a la información de mercado.

Este trato igualitario a todos los operadores se traduce en el reconocimiento del mismo potencial de acceso a la información que precede a la elección de la operación a realizar.

3. *La Prohibición*

Casi todos los ordenamientos jurídicos del mundo prohíben la práctica del insider trading, unos en formas más flexibles que otros. El nuestro no es la excepción, pero podemos decir que sólo razones de orden ético la justifican, pues si la analizamos con pautas económicas y no jurídicas podremos observar amplios argumentos en contra de la prohibición.²

El insider trading no irroga perjuicios al inversor a largo plazo (Continuo). Si al trader (especulador a corto plazo) quien pretende utilizar en forma total e inmediata una vez divulgada la información, produciendo igualmente el shock de mercado. No produce daño al inversor a largo plazo si se lo compara con los costos de su implementación.

Sólo existe una posibilidad de que los outsiders se beneficien con la prohibición. Porque si en el mercado las personas que poseen información privilegiada no pueden utilizarla los precios varían casi en forma previsible con su consecuente reducción de pérdidas abruptas. Pero esta variabilidad es sólo una traslación en el tiempo, porque hoy no fluctuarán los precios porque no se difunde la información reservada, pero una vez conocida sus efectos se harán sentir. Nuevamente se hace necesario comparar con los costos de su implementación.

En nombre de la tutela del público inversor con la prohibición se trasladan los costos a todos los sectores de la sociedad, ya que para

² BIANCHI, R. A.: *Régimen de la transparencia...*, cita a Henry Manne. Thomas Ulen y Javier Estrada, pp. 151 y ss.

hacer operativa la norma habrá de instrumentarse un sistema provisto de los recursos necesarios para su implementación.

- # Asimismo se podría agregar que sin insiders no hay specialists, porque ellos tratan de obtener con análisis, investigación y estudios las posibles afectaciones del mercado frente a las diferentes variables que ofrecen los hechos económicos.
- # El insider no hace que los managers emprendan proyectos más riesgosos para compartir recompensa porque los managers son reacios al riesgo. Además con malas o buenas noticias los managers ganan y en un management market competitivo, como el actual, el mal administrador es reemplazado.
- # El insider no distorsiona el mercado porque la información divulgada se da lentamente y no existe en el mercado posibilidad de obtener ganancias extraordinarias, con información (reservada) rápida ésta se incorpora al precio, lo cual brinda más liquidez al mercado y estimula la actividad empresarial.
- # El público no deja de invertir si detecta insiders y bajan precios. Hay legislaciones que no lo vedan o su prohibición es flexible y sus mercados evolucionan continuamente. (Japón, Hong Kong, Alemania).
- # “Justificación Fuerte”: El insider trading es entendido como robo (Misappropriation of corporate property theory) pues en razón de un deber fiduciario preexistente, las operaciones realizadas con información privilegiada comprometen tal confianza. Así el insider trading representaría una violación a la propiedad de la empresa (Corporate information). Frente a esta teoría se destaca la necesidad de evaluar los costos de los contratos que la empresa deberá realizar con sus empleados para que no utilicen información privilegiada, y analizar si no sería preferible dejar librado a las empresas su regulación en cada caso particular.
- # La ganancia del insider no se hace a expensas de nadie. No hay enriquecimiento en perjuicio de terceros.
- # No es cierto que la no prohibición perjudique las inversiones descolocándolas en la competencia global del mercado de valores internacional. Se puede hablar de presiones competitivas. Los inversores casi no toman en cuenta las diferentes regulaciones. La prohibición podría funcionar como un boomerang, si se tiene en cuenta el ‘principio de dominancia de la selección de carteras de inversiones’ que expresa las “preferencias de un inversor renuente al riesgo, a igual riesgo se prefiere el mayor rendimiento, a igual rendimiento prefiere

la inversión de menor riesgo, a mayor riesgo (prohibición del insider trading) debe existir un retorno que lo compense”.³ Un país con regulaciones estrictas puede resultar menos atractivo que un país con normas standards menos exigentes.

- # Es necesario analizar la relación costo-beneficio con respecto a la materialización de la prohibición, pues para que ésta sea operativa se debe contar con los medios para la detección del ilícito, tanto en actividades de monitoreo como de investigación.
- # No viola normas de “decir la verdad” porque no engaña, ni miente, sólo utiliza información privilegiada; ni “no apropiarse de lo ajeno”; el profit obtenido no pertenece a nadie, no es apropiación. No es asimilable al fraude.
- # Entre nosotros no hay tal cosa como reproche moral del insider trading, intrínsecamente no existe reprobación generalizada, y en el ámbito privado la práctica es aprobada, aplaudida, envidiada, minimizando o desconociendo su prohibición. Pero ninguna institución privada o pública, ni la doctrina han defendido el insider trading.

4. *¿Tiene sentido la represión penal?*

Una legislación demasiado penalizante o excesivamente proteccionista puede llevar a una sofocación del mercado.⁴ Es difícil tipificar un delito cuando resulta imposible determinar quiénes son los sujetos que pueden cometerlo, quienes son las víctimas y cuáles son las modalidades en que puede presentarse la figura. Los organismos de control encuentran serias dificultades para luchar contra las prácticas ilícitas en el mercado.

“La tendencia a la despenalización no debe causar impunidad. El legislador debe encontrar fórmulas estrictas que permitan la defensa en juicio, pero, al mismo tiempo, lo suficientemente abiertas para que la punición sea efectiva”.⁵

La represión penal carece de sentido, las sanciones administrativas y civiles son suficientes y hasta muchas veces excesivas. Ejemplo de ello, el insider cometido por funcionarios públicos a quienes también se aplicarían los Arts. 268 y 157 de Código Penal, represión que no alcanza a los particulares, y para el caso la acumulación de sanciones resulta excesiva.

³ Ídem nota 1, p. 157.

⁴ MIGNOLI, Ariberto: *La società per azioni oggi*, en KEMELMAJER DE CARLUCCI, A.: “Un caso de Fraude...”, nota 12, p. 150.

⁵ KEMELMAJER DE CARLUCCI, A.: “Un caso de Fraude...”, p. 192.

La CNV aplicará sus sanciones sin perjuicio de sanciones civiles o penales si correspondieran.

Otra observación se refiere a la naturaleza de la sanción aplicable al insider trading. Si tomamos en cuenta que la normativa puede dar soluciones a casos o modalidades no previstos específicamente, que para su imputación no es necesario ni el dolo ni la culpa, que no tiene función en tentativa y que la responsabilidad civil por multas podría trasladarse a herederos o sociedades por la falta de sus administradores; estamos en condiciones de decir que se trata de una contravención, no de un delito. La contravención es una violación de los deberes que imponen las normas de la actividad administrativa estatal en razón de un deber de cooperación con esta autoridad. Así la CNV tiene establecido un deber de abstenerse de realizar operaciones en los mercados si se está en posesión de información privilegiada, a fin de asegurar la transparencia de las transacciones. Y resulta suficiente la sanción administrativa y su aplicación por parte de la CNV que se encuentra dotada de los poderes suficientes para efectivizarla. Además no implica violación de un interés que sólo admite control del poder judicial.

5. Algunas recomendaciones sobre Insider Trading

El Insider Trading consiste en aprovechar información reservada o privilegiada con el fin de obtener para sí o para otros ventajas de cualquier tipo, derivadas de la compra o venta de títulos valores o de cualquier otra operación relacionada con la oferta pública de esos títulos. Analizando esta definición podríamos hacer las siguientes consideraciones:

1. La acción se refiere a: Insider Trading propiamente dicho, Tipping, Tuyautage, Scalping, Tuoting, Front running, y a todas aquellas modalidades operatorias por medio de las cuales se manifieste la figura.

En nuestro derecho existe una prohibición general de insider trading, referida a la figura propiamente dicha, las otras modalidades no se contemplan expresamente. La R.G. CNV 190-219 contenía una norma específica que contemplaba las figuras de tipping y tuyautage (art. 13, 2º párr.), pero la R.G. CNV 227 suprimió este párrafo, así el tuyautage ya no está prohibido, y con respecto al tipping la prohibición existe como violación del deber de reserva, y el insider trading es independiente de la violación del mencionado deber.

2. La Información: Hay dos tipos de información en el mercado: Market information e Insider information. Sólo ésta última es la calificada para configurar el acto ilícito.

3. El elemento intencional está determinado porque la persona que se aprovecha de información privilegiada conoce este hecho. No parece justo

eliminar este elemento. El violar la prohibición de no negociar, por sí sola, no configura insider trading. El insider debe conocer que se trata de información que no puede ser divulgada. Pero este criterio debe ser lo menos subjetivo posible: el simple conocimiento de operar con títulos valores utilizando información que sabe es privilegiada. Los market insiders o quasi insider no cometen insider trading cuando consiguen o deducen la información si no se encontraban sujetos al deber de guardar reserva - USA: Caso Chiarella, 1978.⁶

4. Las ventajas, para sí o para otros, pueden ser de cualquier tipo, pero siempre patrimoniales, y siempre deben ser consecuencia de una operación con títulos valores. No se contempla el hecho de obtener otro tipo de ventajas (prestigio). Las mismas son de valuación casi imposible o inequitativa en caso de resarcimiento. Una operación de este tipo sería en intercambio de información privilegiada entre insiders.

5. Las operaciones incluidas son todas aquellas que se encuentran sujetas al régimen de la oferta pública. Bianchi opina que resulta excesivo incluir las operaciones financieras como el pase y la caución que conllevan una combinación de operaciones y en las cuales se ejerce una acción meramente especulativa, *máxime si tenemos en cuenta la diferencia entre el insider, que posee información no divulgada y anticipa su efecto en el mercado para obtener un beneficio rápido y seguro, y el especulador, que opera con información disponible por el público, y la analiza tratando de prever, a su propio riesgo, la reacción del mercado.*⁷

6. Los sujetos activos coinciden con aquellos que están obligados por el deber de guardar reserva. Según la R.G.CNV 190-227 podría clasificarlos en: Insiders de derecho, institucionales o Corporate insiders (directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del Consejo de Vigilancia, accionistas controlantes, profesionales intervinientes); Insiders de hecho o temporary insiders (toda aquella persona que por su cargo, actividad, posición o relación posean información no difundida públicamente sobre los negocios de una sociedad, y los que accedieron a la información en forma accidental o temporaria); y Tippees (sujetos que recibieron información de un insider y a su vez la transmiten). Recordemos que para estos últimos no existe prohibición como insider trading sino como violación al deber de reserva.

Dentro del llamado "Insider de los políticos" sólo se incluye a directores y funcionarios de la CNV, integrantes de sociedades calificadoras de riesgo, organismos públicos y privados de control, entidades autorreguladas y cajas de valores; no así al resto de los funcionarios públicos.

⁶ CHIARELLA vs. U.S. 445. U.S. 222, 1980.

⁷ Ídem nota 1, pp. 177 y 178.

Es de destacar que el Proyecto de Ley de Transparencia del Mercado agrega dos sujetos: las personas físicas o jurídicas que ejercen influencia significativa sobre las decisiones de la sociedad y los funcionarios públicos.

Kenny sostiene que el concepto 'persona vinculada' no podría alcanzar a las totalmente extrañas a la sociedad o a un intermediario que no tenga relación con ella y que en ocasión de cualquier actividad hubiera captado datos confidenciales en base a los cuales hubiera operado y obtenido ganancia.⁸ El fundamento de su afirmación es la inexistencia de una relación especial de confianza que lo una a la emisora (Fiducia).(Caso Chiarella).

6. *Prevención del Insider Trading*

El mejor medio de prevención es que el público en general tenga acceso en forma ágil, veraz y suficiente a toda la información relevante con el fin de dotar de mayor seguridad la toma de decisiones en la inversión a realizar (Revelación). Es necesario consagrar un amplio deber informativo hacia el mercado, evitando dispensas, cuya concesión debe resultar de restrictiva interpretación.

La R.G.CNV 190-227 impone la obligación de denunciar tenencias de títulos a fin de prevenir detectando las posibles infracciones.

Todos los posibles sujetos activos del Insider Trading tienen el deber de informar tenencias de acciones, títulos de deuda u opciones que posean o administren de la entidad a la que se encuentran vinculados y en sociedades controladas, vinculadas, o controlantes con ellas, con carácter de declaración jurada periódicamente. La misma obligación opera para las personas físicas o jurídicas que directa o indirectamente deben informar a la CNV los cambios de tenencias de grupos de control y las adquisiciones y/o enajenaciones de acciones superiores al 5% del patrimonio social. (R.G. CNV 190-227 Arts.7, 8 Y 9).

Resulta necesario aclarar el término "administrar directa o indirectamente" que comprende a las personas autorizadas. Parecería que las personas íntimamente relacionadas con el insider (parientes) no tendrían obligación de informar sus tenencias, recurso que podría ser utilizado como una maniobra para violar la prohibición.

Con respecto a las declaraciones juradas deberían ser públicas para consulta de los inversores aunque no exista publicación, porque no se aplica el art. 8 de la Ley 17.811 que prescribe el secreto de las actuaciones que realice la CNV cuando ejerce funciones de inspección e investigación.⁹

⁸ KENNY, M.: *La regulación del deber...*, p. 646.

⁹ Ídem nota 1, p. 189.

Esta obligación de informar es un dato objetivo, vencido el plazo se presenta la infracción. En varios sumarios instruidos por violación al art. 6 de la RG 190, la CNV no aceptó las excepciones de: error involuntario, retiro de la oferta pública o de autorización para efectuarla, cotización en rueda reducida, no poseer acciones, no afectar al mercado, desconocimiento de la resolución.¹⁰

Observamos que los funcionarios públicos no se encuentran obligados a denunciar sus tenencias de títulos privados y públicos. Debe establecerse esta obligación en aras de la prevención.

Toda esta regulación no resulta suficiente si no se cuentan con los recursos humanos, técnicos, materiales e informáticos para establecer un sistema de estricto análisis de las operaciones, El enforcement del control debe concretarse a través de la investigación, el monitoreo y la colaboración de todos los intervinientes en el mercado de capitales.

6.1. Sanciones

Según la R.G.CNV 190-227 las sanciones y el procedimiento aplicables son los previstos en los Arts.10 y Ss. de la Ley 17.811.

Ya dijimos que nos resulta innecesaria la sanción de una ley sobre transparencia del mercado. Pero si pareciera importante revisar los amplios poderes otorgados a la CNV, diremos que como ente autárquico su competencia le es atribuida por la ley 17.811, en la cual se le otorgan poderes de regulación, policía, y jurisdiccionales. Si en el ejercicio de estas funciones fueran violados principios constitucionales (legalidad, reserva, libertad y debido proceso), los interesados tienen la posibilidad de ocurrir ante los tribunales mediante recurso en sede judicial, como medio de garantizar el respeto de tales principios.

En caso de ser sancionado el Proyecto de Ley sobre Transparencia en el Mercado, deberían armonizarse los regímenes sancionatorios creados por ambas normas. De lo contrario la regulación se transforma en un campo minado de inseguridad jurídica.

Se aconseja la adopción de un régimen o su unificación, así como delegar su aplicación en las entidades autorreguladas, dejando para la CNV actuación con carácter subsidiario ante omisión y como instancia de revisión administrativa.

Antes que la represión, resultan más efectivas medidas como la inhabilitación y multas, cuyos montos tengan relación con el profit obtenido.

¹⁰ Ídem nota 1, p. 191.

6.2. Resarcimiento de los perjuicios y acciones judiciales

Otra medida de prevención del insider trading es otorgar no sólo a la sociedad emisora (Proyecto de Ley de Transparencia art. 17: la Acción Judicial de reintegro de beneficios en corto plazo), sino también a los particulares damnificados las acciones judiciales necesarias para garantizar la efectiva protección contra el insider trading. (Acción Civil por resarcimiento de los daños y perjuicios ocasionados).

Estas acciones pueden encontrarse con ciertas dificultades para establecer el vínculo entre insider y damnificado, o entre el beneficio obtenido y el daño sufrido. Por otra parte la indemnización debe ser integral (Daño emergente, lucro cesante y daño moral), pero es de observar que la acumulación de acciones puede resultar excesiva. Debería elegirse sólo una vía o establecer un monto de resarcimiento del que puedan reducirse las sumas destinadas a sanear los perjuicios en relación a la ganancia obtenida.

Con respecto al daño ocasionado por el insider trading: si el insider es un miembro de los órganos de la sociedad su responsabilidad se regirá por las normas de la Ley de sociedades. (LS Arts. 59, 274 y 273). Sobre este punto se acota que se debe unificar los criterios de imputación de responsabilidad y evitar la acumulación de sanciones que se produce si interpretamos la normativa del mercado de capitales y la ley de sociedades como compartimientos estancos, pudiendo conllevar la ineficacia del sistema, tomándolo ilusorio, a la luz de posibles violaciones a las garantías constitucionales y los principios generales del derecho.

También resultaría interesante poder contar con la posibilidad de que se otorguen, judicialmente, medidas cautelares tales como el congelamiento e inmovilización de activos, con carácter preliminar y temporario.

Otra medida interesante es la de otorgar una recompensa que podría consistir en una reducción de penas aquellos insiders detectados que denuncien insiders cómplices en esta operatoria, ya que el delito resulta de difícil detección. Conocida es su comparación con el adulterio: ambos se realizan en la intimidad, sus protagonistas no hablan, no existen testigos y finalmente la gente no solo no lo denuncia sino que en general lo condona.¹¹

7. Corolario

El mercado argentino no tiene la dimensión de los grandes mercados desarrollados del mundo, si allí la investigación, el monitoreo de operaciones y la recopilación de pruebas es muy difícil, aquí será casi imposible.

¹¹ Diario *Ámbito Financiero*, 21/09/92, p. 6.

La Securities Exchange Commission (USA) ha establecido un régimen de aplicación extraterritorial de su legislación en casos de insider trading donde se encuentre cualquier punto de conexión, aunque sea mínimo, con USA, sin interesar si el resto de los elementos son extranjeros.

Es por ello que se vería con agrado establecer políticas de colaboración para la detección de estos ilícitos por medio de la firma de acuerdos (tratados, memorándums, protocolos de intención).

Para ello es importante evitar los conflictos jurisdiccionales y minimizar las leyes de bloqueo y secreto.

El programa Internacional de la SEC se ha encargado de establecer una política internacional de cooperación y asistencia por medio de la firma de tratados y memorándums de intención, sobre: Colaboración en la tarea de vigilancia en el cumplimiento de las leyes que rigen los mercados de valores (Para ello sugieren la adopción de principios normativos generales similares a los contenidos en la legislación de USA); y Obtener cooperación en la investigación de los presuntos ilícitos. La ISECA (International Securities Exchange Commission Act) norma principios sobre documentación, información y pruebas en el extranjero; aplicación de sanciones a profesionales relacionados con actividades ilícitas en el exterior; extradiciones; facultades de investigación fuera de su jurisdicción a requerimiento de autoridad extranjera.

La globalización de los mercados hace necesario que se adopte un sistema coordinado de regulación y cooperación internacional, por lo menos en base a parámetros reconocidos por la comunidad internacional toda, para facilitar la prevención de ilícitos en el mercado de capitales.

BIBLIOGRAFÍA

- BIANCHI, Roberto A. —Compilador—: *Normativa del Mercado de Capitales en la Argentina*, Zavalía Editor, Bs. Aires, 1993.
- BIANCHI, Roberto A.: *Régimen de la transparencia en la oferta pública*, Zavalía Editor, Bs. Aires, 1993.
- GUYENOT, Jean: "Las personas que pueden disponer de informaciones privilegiadas y usarlas en la bolsa, el iniciado o insider trading en Francia", trad. Ana Isabel Piaggi; *R.D.C.O.*, año, 16, 1983, p. 43.
- KEMELMAJER DE CARLUCCI, Aída: "Un caso de fraude en el mercado de valores. El llamado insider trading", *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, vol. 4, "Fraudes"; Rubinzal-Culzoni, p. 147.
- KENNY, Mario: "Nueva regulación del deber de información al público por la Comisión Nacional de Valores", *R.D.C.O.*, año 25, 1992, p. 85.
- KENNY, Mario: "Nueva regulación del deber de información al público por la

Comisión Nacional de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y de la Actividad Financiera*, año 2, n° 11/12, p. 633.

MANNE, Henry: *Insider trading and the stock market*, The Free Press, New York, 1966.

SEMINARA, Sergio: “L’insider trading nella prospettiva penalistica”, en *Giurisprudenza Commerciale*, anno XIX, 1992, p. 638.

REVISTA DEL INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES: “Insider Trading. La internacionalización del mercado de valores y el programa de la SEC”, año 6, n° 20 (Sept.-Dic. 1991), p. 34.