

**LA TRANSPARENCIA EN EL AMBITO DE LA OFERTA PUBLICA EL
"INSIDER TRADING" Y
LA RESOL. GRAL. C.N.V. 190/91**

María Cristina Mercado de Sala

1. En el mundo contemporáneo es una realidad innegable la necesidad de crear un mercado de capitales fuerte y estable para asegurar el progreso de los pueblos y la satisfacción de las necesidades del hombre.

2. Los Mercados y sus operadores requieren del Ahorro Público por lo que frente a los inversores tienen la responsabilidad de asegurar la transparencia del Mercado. Esta se logra con el debido respeto del derecho a la información.

3. Al inversor le asiste el derecho a la información y el correspondiente acceso a ella de manera confiable y suficiente para medir adecuadamente el riesgo de su inversión.

4. El derecho a la información se justifica, respecto de los inversores en la confianza depositada al adquirir la participación y en su derecho de propiedad, y respecto del órgano de control por su función de "tutor" de los intereses particulares y de la confianza y credibilidad pública que motoriza al ahorro público, y garantiza el libre funcionamiento del mercado y la confianza en sus operadores.

5. El límite al derecho a la información está dado por el deber de guardar reserva. La información privilegiada no puede utilizarse en beneficio propio ni de terceros.

7. Sería prudente dar contenido similar a las enumeraciones de los sujetos obligados a informar arts. 1 y 6, así como enforzar de manera estricta el deber de guardar reserva y el de no inducir a error, equívoco o confusión al público.

8. Los mercados, sus operadores y las regulaciones deben asegurar igualdad de trato, acceso, y oportunidades con lo que se garantizara la ausencia de fraude en las negociaciones.

9. La Resolución General de la Comisión Nacional de Valores 190/91 es un buen comienzo, pero como todo instrumento es perfectible y depende de quienes estén autorizados al control de su cumplimiento. Debe promoverse la divulgación de la información para que la población se vuelque a la inversión fortaleciendo el Mercado de Capitales y revalorizando el Ahorro.

MERCADO DE CAPITALES

El Secretario de Hacienda de México expresó en la reunión de Presidentes de las Comisiones Nacionales de Valores de América Latina y Estados Unidos, realizada en Cancun, que *"El crecimiento de nuestras economías dependerá de una mayor capitalización de las empresas y de mercados de valores más líquidos"* (Diario La Voz del Interior- Cba. 5-6-92).

Una noticia fechada en Beijing, expresaba que las "últimas semanas taxímetros, jubilados y empleados públicos y fabriles han pasado sus horarios de cena en una clase multitudinaria en la Capital de China socialista, deseando aprehender la más importante institución capitalista: el mercado de capitales" y el autor de la nota agregaba: "Para las autoridades Chinas, que consideran al progreso económico como esencial para la supervivencia del socialismo, hay una comprensión creciente respecto a que los mercados de títulos pueden atraer el capital penosamente necesario a la transición del país a la economía de mercado". (San Francisco Chronicle-USA-5-5-92) Las anteriores menciones ponen de manifiesto que cualquiera sea la situación geográfica o ideológica de los países el Mercado de Capitales, ha sido finalmente reconocido como una herramienta útil al progreso de los pueblos y los hombres.

Así la doctrina ha expresado "resulta irrefutable hoy sostener que la acumulación de capital (en sus diversas manifestaciones) constituye el presupuesto lógico de crecimiento de una sociedad moderna" (Alemandi y Gomez, "Obligaciones Negociables", Rubinzal y Culzoni). Sin embargo, también se ha dicho que "Los mercados financieros mundiales están obsesionados con dos palabras: capital y escasez. Se dice que está disminuyendo la oferta de capital de los ahorrantes, justo en el momento en que su demanda está aumentando como nunca en la dividida Unión Soviética, en Europa del Este, en las empresas fuertemente endeudadas y en los bancos en situación disminuida", (ver Bill Emmott en "El Mundo en 1992-The Economist Publications"- La Voz del Interior Córdoba Nº 5 Finanzas y empresas). Agrega el mismo Emmott que en 1992 "no habrá una escasez generalizada en el mundo, lo que ocurrirá es que el capital será redistribuido y esto afectará tanto a los mercados como a las empresas y a los prestatarios. El capital quedará reasignado por dos motivos: el riesgo que representan los usuarios del capital y las posibles recompensas provenientes de buenas oportunidades de inversión".

Desde el punto de vista de las empresas productoras de bienes y servicios, el desarrollo económico de ellas y de la sociedad en general, depende y requiere de una adecuada estructura y política de financiamiento de las empresas a un costo y plazos razonables. A las empresas para crecer le hacen falta recursos, por lo que siempre debe prevalecer la posibilidad de obtener financiamiento externo. El poco interés demostrado por las entidades financieras, los empresarios y el gobierno en nuestro país (ver Kenny Mario, "Obligaciones Negociables", Ed. Abeledo-Perrot) se manifiesta en el hecho de

V Congreso Argentino de Derecho Societario,

I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa
(Huerta Grande, Córdoba, 1992)

que la "cantidad de sociedades cotizantes ha ido decreciendo... así de 699 sociedades cotizantes en 1972, actualmente no superan las 160, de las cuales 15 aproximadamente representan un 80% del volumen total negociado" (Conf. Alemandi y Gómez, obra cit.).

Europa del Este, América latina, nuestro país, requieren importar capitales, y en ellos será fundamental la conciencia del ahorro interno. Entre los mencionados se disputarán los capitales en un mundo ampliado y sin barreras por las comunicaciones y los procesos integracionistas. Los capitales buscarán oportunidades de inversión rentables, los operadores deberán ofrecer entonces riesgos predecibles y seguridad y confianza en las negociaciones. Las consideraciones precedentes si bien responden más al aspecto económico, son fundamentales para entender la importancia del marco jurídico que ordene las conductas en el proceso necesario a la acumulación de capitales y la consiguiente creación o fortalecimiento del Mercado de Capitales. Este entendido en el sentido de ámbito y hecho jurídico-económico en el que se reúnen las ofertas y demandas, de compradores y vendedores, en un lugar y tiempo dado, como consecuencia de lo cual surge un precio. Muchos son los sujetos que se encuentran relacionados en definitiva, con el Mercado de capitales. Unos los que ofrecen el capital, otros los que lo demandan, otros los que intermedian en dicha oferta y demanda y entre todos ellos un sinnúmero de agentes de cada uno de los mismos. Es de singular importancia en este caso el papel que cabe al Ahorro Público, ya que precisamente la oferta de capital proviene de los ahorristas. Es la tasa de retorno que obtiene el ahorrista por disminuir su consumo relacionada a la tasa de retorno de los instrumentos de inversión existentes en el mercado la que atrae al ahorrista, generando en él la voluntad de ahorro en esperanza de beneficios futuros. Con lo dicho toda norma relacionada al Mercado de Capitales tenderá en definitiva a tutelar el Ahorro Público, en general; a los inversores (llamados así en su relación con el mercado cualquiera sea el título en el cual invierta sus ahorros), a los accionistas (cuando la inversión se canalice a la adquisición de acciones que se ofrezcan públicamente); a la sociedad en cuanto titular de empresa productora de bienes y servicios y finalmente a la sociedad toda.

Como corolario de estas reflexiones, propias y ajenas, debemos reconocer la necesidad de la construcción de nuestro Mercado de Capitales argentino, para que el mismo llegue a integrarse acompañando el desarrollo del mundo. Es así que será entonces necesario proveer del marco jurídico que revalorice los tres pilares del comercio: el crédito, la celeridad y la seguridad. Para ello, en el tema que nos ocupa, habrá que asegurar la transparencia.

TRANSPARENCIA

La Securities Exchange Commission (SEC O Agencia Federal de EE.UU encargada de controlar lo referente a las leyes: Securities Act de 1933; Securities Exchange Act de 1934; Trust Indenture Act de 1939; Public Utility Holding Company Act de 1935; Investment Adviser's Act de 1940 e Investment Company Act de 1940-según el Black's

Law Dictionary fifth edition), de los Estados Unidos "urgió en la reunión de Cancun (4-6-92) a que se desarrollen y apliquen leyes más estrictas para lograr una mayor transparencia en las bolsas de América latina y frenar al máximo las practicas de fraude" (La Voz.. 5-6-92).

A este respecto cabe entonces mencionar la Resolución General de la Comisión Nacional de Valores Nº 190/91 denominada de la Defensa de la transparencia en el ámbito de la oferta pública del 26-12-91, publicada en el Boletín Oficial del 7-1-92.

Los considerandos de la Resolución *resaltan* en definitiva, los siguientes:

- 1) El afianzamiento del emergente mercado de capitales argentino.
- 2) La garantía que se debe al inversor y público en general que deposita su confianza en el mercado.
- 3) La importancia que tiene la información y el acceso a ella de manera confiable y suficiente para medir el riesgo en las negociaciones de títulos valores.
- 4) La necesidad de impedir prácticas abusivas como el uso de información privilegiada en beneficio propio o de terceros.
- 5) La protección debida al Ahorro público en cabeza del público inversor ; y
- 6) La *transparencia del mercado de capitales*.

Todos ellos relacionados finalmente al Bien último que es el hombre, su necesidad y derecho a la verdad y la *buena fe*.

Consagrada por nuestro Código Civil en el art 1198 cuando expresa que, "los contratos deben celebrarse, interpretarse y ejecutarse de buena fe y de acuerdo con lo que verosímilmente las partes entendieron o pudieron entender, obrando con cuidado y previsión..".

DEBER DE INFORMAR Y DEBER DE GUARDAR RESERVA

El capítulo I arts.1 a 11 de la RG CNV 190/91 se refiere al deber de informar, explayándose respecto a los sujetos obligados, haciendo una enumeración ejemplificativa de los hechos objeto del deber de informar para finalizar con las sanciones por la inducción al error.

Los arts. 12 a 18 se refieren al deber de guardar reserva, los sujetos obligados, y la llamada información privilegiada, su utilización en beneficio propio o de terceros y las correspondientes sanciones a la infracción al mencionado deber.

Podríamos decir entonces que el articulado se limita a establecer el *que y el quantum* del Derecho de información y su correlativo Deber de informar. Así como determina quiénes son los sujetos obligados al respectivo deber, reconociendo el derecho de información del tercero indeterminado o público inversor y de todos los que de una u otra forma intervienen en el mercado de capitales. Además reconoce el límite de dicho derecho-deber en la llamada información privilegiada que por corresponder al secreto de empresa, no puede ni debe divulgarse sino en circunstancias adecuadas, las que implicarán la correspondiente publicidad al público en general y no de manera selectiva

asegurando igualdad de trato .

Se hace entonces una distinción entre lo que la Resolución denomina, "información veraz y suficiente" (art. 1) y la "información respecto al desenvolvimiento o negocios de una sociedad sujeta al ámbito de la oferta pública... que aun no haya sido divulgada públicamente al mercado y que sea capaz de influir de algún modo en el precio." o también llamada información privilegiada.

Asimismo en los propios considerandos se hace mención de la figura conocida como "Insider trading". Por venir la expresión del derecho estadounidense, permítasenos delimitar la misma dentro del contexto en que se originó. El Diccionario Black's expresa: "a) Insider: se dice respecto de la regulación federal de compra y venta de títulos, referido a cualquiera que tiene conocimiento de hechos que no están a disposición del público en general. b) Insider information: Información acerca de la situación financiera de una compañía que se obtiene con anterioridad al público. La verdadera información interna es sólo conocida por los ejecutivos de la corporación y otros "internos". c) Insider reports: Informes mensuales requeridos por la SEC a los directores, ejecutivos y accionistas respecto a sus transacciones de acciones cuando son propietarios de más del 10% del capital accionario. d) Insider trading: Compra y venta de acciones corporativas por parte de ejecutivos, directores y accionistas que son propietarios de más del 10% del capital accionario de una corporación que cotiza en un mercado nacional. Tales transacciones deben ser informadas mensualmente al SEC."- Todo ello en un todo de acuerdo con las Securities Exchange Act 1934 y sus reformas, sección 16.

Como vemos el "Insider trading" no implica en sí mismo una práctica nociva, sino que la situación de privilegio impone ciertas obligaciones en resguardo de posibles abusos en las negociaciones y utilización de la información privilegiada.

Sin embargo, la doctrina se refiere al "insider trading" como "a cualquier comercio desleal por parte de personas que poseen materialmente información no pública, se trate el que comercie de un verdadero "interno o no" de la corporación

La directiva de la Comunidad Europea del 13 de noviembre de 1989 regulatoria del Insider, en su art. 1 considera que a sus efectos "Insider Information" significa información que no ha sido hecha pública, de naturaleza precisa referente a uno o varios emisores de títulos negociables o respecto de uno o varios títulos negociables, que de hacerse público, posiblemente tendrían un efecto significativo sobre el precio del título o títulos transferibles en cuestión. Además enumera los títulos que se consideran transferibles. Retornando a nuestro derecho argentino recordemos la Ley de sociedades 19.550 en cuanto a control por parte de los socios, que no es otra cosa que el ejercicio del derecho de información, arts 55 y ccs.234, 294 y ccs. Asimismo el art 33 respecto de las vinculadas y controladas. Todo ello en cuanto al derecho-deber de informar. Debe mencionarse también el art. 59 LS en cuanto impone a los administradores y representantes el deber de obrar con la lealtad y diligencia del buen hombre de negocios. Aquella implica la dedicación del director de la S.A, a cumplir sus funciones de tal manera que no se deje influir por intereses ajenos a la misma y la propia diligencia implicará además

el secreto de los asuntos de la sociedad, con lo que el manejo de la información privilegiada queda subsumido a ambos deberes.

Ahora bien, en principio la lealtad y diligencia se la deben a la sociedad, pero además a los socios individualmente y en el caso particular al inversor como tercero indeterminado cuyo ahorro se canaliza para favorecer la actividad productiva. Tal aserto viene a justificar el control administrativo permanente del art 299 y 304 LS en cuanto a control especial (en este caso el de la Comisión Nacional de Valores) Brevemente nos referiremos a la doctrina del Insider Trading, para luego analizar a que sujetos se puede o debe extender la calificación de insider, en nuestra Resolución 190/91.

Derecho americano: Como expresáramos, ha desarrollado la doctrina del insider trading por la cual se considera que el ocultamiento y aprovechamiento de información reservada por parte de los directores es una forma de violar las "obligaciones fiduciarias" que tienen respecto de los accionistas.

Respecto de este derecho recordemos que según ha dicho la doctrina y jurisprudencia "una relación fiduciaria existe cuando aparece una particular confianza depositada en una persona, la que en equidad y conciencia está obligada a actuar de buena fe y con debido cuidado respecto de los intereses de la persona que deposita su fe en ella" y que es "la obligación que tiene una persona, voluntariamente asumida, de realizar actos en beneficio de otra persona" (ver Dobson Juan "El abuso de la..", pg 158 Depalmitando jurisprudencia).

En cuanto a las disposiciones referidas al Insider trading recordemos las mencionadas Securities Exchange Act de 1934 sección 10 b y 16 y la de 1942 sección 10.b.5.

La sección 16 establece el deber de informar a la SEC por parte de directores y funcionarios, el numero de acciones que tenga de la compañía, igual obligación tiene todo accionista que tenga más del 10%, todos deben informar toda variación al respecto. Se establece la repetibilidad de las ganancias obtenidas en razón de ellas, en el término de seis meses.- A pesar de las críticas realizadas por numerosos comentaristas a la sección 16 b, se considera que "ella es la única disposición de la ley de 1934 que específicamente regula el insider trading, refiriéndose a tres tipos de abusos, siendo sólo uno el que involucra abuso de información interna". Así "1. la sección 16 b intenta desalentar la tentación de los ejecutivos de la corporación de beneficiarse con las fluctuaciones de precio a corto plazo a expensas de la salud financiera a largo plazo de sus compañías. El Congreso consideró que el comercio de corto término por ejecutivos de las corporaciones no es bueno para sus compañías o los mercados de capitales americanos. 2. la sección intenta penalizar el uso desleal de información interna por los "insiders". Incluyendo esto tanto el comercio de información interna en violación de la regla 10.b.5. como el uso de la información que generalmente el insider tiene pero no la tiene el público inversor. 3. la sección 16.b pretende eliminar la tentación de los insiders de manipular los hechos de la corporación para maximizar sus propios beneficios de corto plazo. La Sección prevé un standard mínimo de conducta fiduciaria por parte de los insiders de la corporación". (traducción libre del comentario de Cox, Hillman y

Langevoort, "Securities Regulations", pg 877-Little Brown and Co.).

Respecto del deber hacia los accionistas por oposición solamente con relación a la corporación, la Corte había desarrollado la doctrina de los "special facts". Caso líder fue el de Strong v Repide (ver en libro de Cox, y otros pg 825) por la cual se reconoció el derecho de una accionista que había sido inducida a vender acciones al Administrador general de la compañía (sin saber que lo era). El administrador en cambio, si sabía que la compañía iba a entrar a comerciar rentablemente con el gobierno filipino. La Corte declaró rescindida la venta de títulos en base a los "hechos especiales" de que el demandado era un insider que manejaba información significativa. Me recuerda el efecto de la "reticencia" en nuestra Ley 17418 de Seguros Finalmente la cláusula 10, b 5, conocida como la "regla antifraude", ha sido revisada en 1984 y 1988 a fin de hacerla más eficaz, sin embargo persiste la distancia entre el objetivo de igual trato que pretende la norma asegurar y la estrechez de la misma para combatir el fraude. La Corte Suprema en 1980 estableció una estructura en el caso Chiarella v EE.UU. (445 US222) que marca una gran diferencia con la jurisprudencia anterior. Chiarella no era un agente, no tenía deber fiduciario, la compañía no le había confiado la información (Chiarella la dedujo) era en realidad un perfecto extraño sin deber de informar, aunque se había apropiado indebidamente de la información que tenía su empleador. Desde este caso quedó claro que los verdaderos insiders son los ejecutivos, directores hasta el último, quienes tienen el deber de informar.

Asimismo, cabe mencionar el caso Dirks en que la SEC hizo uso de lo que se llama el "outsider trading", ya que bajo ciertas circunstancias, cuando se revela información en forma legítima a un underwriter, contador, abogado o consultor que se encuentra trabajando para la corporación, estos outsiders pueden tener deber fiduciario hacia los accionistas". Dirk, ejecutivo de una firma de Brokers había en 1973 investigado una compañía de seguros y fondos mutuales, que había realizado prácticas corporativas fraudulentas. La SEC investigó a su vez el rol que cumplió Dirk para develar el fraude, concluyendo que "cuando tippees independientemente de su motivación u ocupación, tienen a disposición información corporativa material que ellos conocen que es confidencial y saben o deberían saber que ella provino de un insider, ellos deben o hacer pública tal información o abstenerse de negociar". Por ello, reconociendo el "importante rol que jugó Dirks en revelar el fraude masivo" la SEC sólo lo apercibió.

Otro es el caso de los llamados "tippee trading" o lo que es el comercio hecho por alguien que tiene una fuente de información dentro de la compañía cuyas acciones están siendo negociadas, pero que no es realmente un insider. En este supuesto las cortes no se basaron en la doctrina del deber fiduciario, ya que los "tippees" no lo tienen, pero como dice el Black's Dictionary, "el propósito de la norma 10.b.5 consiste en prevenir que los insiders de la corporación y sus tippees se beneficien indebidamente en perjuicio de los outsiders que no tienen información".-(pág.. 1330). Mencionaremos dos casos: 1) La SEC en decisión administrativa procedió contra un número de inversores que vendieron acciones de la Douglas Aircraft Co. debido a la información que recibieron de Merrill

Lynch Pierce Fenner y Smith (Consejero de inversiones). Estos les advirtieron de la revisión en menos de las estimaciones de ganancias de la Douglas, información que habían obtenido por haber participado independientemente como underwriters en la venta de los debentures de la misma.- 2) Caso principal fue Shapiro v Merrill Lynch..por el cual se persiguió el resarcimiento de danos en el mismo supuesto de la Douglas. En este supuesto la Corte consideró que Merrill Lynch y sus tippees estaban obligados como el insider tradicional en virtud del "acceso especial" que habían tenido a la información privilegiada resultante de sus contactos con insiders.- Así, en este supuesto se estableció un standard "acceso" a la información como clave suficiente para resolver el caso. Consideran Cox, Hillman (pg 829) que se trataría de situaciones de injusticia, y desigualdad de trato y oportunidades, cuando la ventaja alcanzada en la negociación no se funda exclusivamente en la mayor visión o habilidad del que negocia sino que se trata de negociación basada en información material no compartida. Sería algo así como prevenir el enriquecimiento indebido.

En definitiva podríamos agregar, que la regulación, la doctrina y la jurisprudencia americana se fundan principalmente en el principio fundamental que es la *buena fe, en las transacciones como base fundamental para asegurar la transparencia en el mercado*. Ya que desde el caso Chiarella consideran los autores, que quedo claro que una persona tiene un deber de disclosure (revelar) a los que negocian en el mercado siempre que ella tenga una relación fiduciaria directa o indirecta con los mismos.

LA RESOLUCION 190/91

A este respecto permítasenos coincidir con el Dr. Halperín cuando al comentar la Ley de Seguros decía que "Cuanto más exacta es la técnica del seguro, tanto mayor es el deber de informar" (ver Halperín, I, "Seguros", Depalma pg 148).

Nosotros consideramos que la seguridad en los Mercados se obtiene con la Transparencia, y ella será más acabada cuanto mayor sea el deber de informar. Técnicamente la negociación de los títulos se funda específicamente en la información, por ello la explicitación del deber de informar en el articulado de la resolución.

Debemos así también inferir se trata de una declaración de *conocimiento*, ya que se instaura con el fin de dar a *conocer* a los interesados (ya sea el órgano de control-CNV inversores o agentes) las circunstancias que les permitirán evaluar el riesgo de la negociación en base a información que no manejan sino algunas personas en razón de su posición. En caso de conocerse la misma, los terceros indeterminados tal vez tomarían otras determinaciones. Así mismo los obligados deberán conducirse con diligencia suficiente en su deber de conocer la información que están obligados a suministrar, salvo el caso del propio art. 2 inc r que dice "acuerdos de sindicación de acciones, cuando lleguen a su conocimiento", rescatando el carácter parasocial eventual del contrato de sindicación de acciones generalmente oculto.

Respecto de los obligados a informar, debemos distinguir el caso de los que lo

deben en nombre de la sociedad y los que lo deben a título personal. La sociedad requiere de una representación legal necesaria por tratarse de un sujeto de derecho persona ideal. No obstante nos cuestionamos el por que del art 1 que se refiere a los administradores y miembros del órgano de administración cuando en el art. 6 hace explícita referencia a "directores, administradores, gerentes, síndicos y miembros del consejo de vigilancia". En el caso del art. 1 debería decir representante legal si ello quiere implicar, o repetir la enumeración del art. 6 si es que todos ellos están sujetos al deber de informar. Debido al contenido de la información debida "todo hecho o situación positiva o negativa, que por su importancia pueda afectar el desenvolvimiento de las entidades o el curso de la negociación de los títulos valores en los mercados". Además en el art 2, los hechos que a modo de ejemplo se enumeran no siempre serán conocidos exclusivamente por el órgano de administración, con lo que cabe preguntarse si a falta de comunicación por parte del representante legal u órgano de fiscalización, correspondería comunicarlo a otros dentro de la jerarquía administrativa de la sociedad. Aun más, ¿podría considerarse aquf el supuesto del caso Dirks norteamericano, antes mencionado?

Recuérdese el art. 3 que requiere que se "garantice amplia difusión". Sin embargo, la concordancia con el art. 4 indica que la dispensa de la obligación de informar puede ser solicitada con "la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio y la aprobación de la comisión fiscalizadora"..con lo que el administrador del art. 1 queda circunscripto al directorio. El art. 4 se funda en el interés social que a nuestro criterio debe meritarse prudentemente sobre todo en el caso de pérdidas del patrimonio neto, ya que en este caso podría perjudicarse a terceros, especialmente por la presunción de dispensa que establece la última parte del art 4. A continuación en los arts. 5 a 8 se establece la obligación de informar a cargo de: 1. agentes o intermediarios en la oferta pública de títulos valores en el ejercicio de sus funciones. 2. los directores, administradores, gerentes, síndicos y miembros del consejo de vigilancia. 3. toda persona física o jurídica que en forma directa o por intermedio de otras de igual carácter adquiera o enajene acciones.

Variará, según sea el obligado, el contenido de la información a brindar, así los agentes e intermediarios en la oferta pública, salvo el deber de reserva deben informar "toda información que sea de su conocimiento y pudiera tener influencia directa y objetiva en la toma de decisiones". Los directores, etc., en cambio deben informar "sobre la cantidad y clase de acciones que posean o administren directa o indirectamente de la entidad a la que se encuentran vinculadas".

Finalmente los arts. 7 y 8 se refieren a la adquisición o enajenación de acciones "en cantidad que implique un cambio en las tenencias que configuran el o los grupos de control" (el llamado take over), correlativo del art 2 inc t cuya obligación esta también en cabeza de los "administradores y órgano de fiscalización". Carece, sin embargo, de la previsión americana respecto a los accionistas posean más del 10% de las acciones.

La resolución obliga a la información "veraz y suficiente" en el art 1 y luego en el 10 explicita que la publicidad, propaganda, y difusión, que por cualquier medio hagan

las sociedades, bolsas, mercados de valores, intermediarios y cualquier otra persona "no podrá contener declaraciones. que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza o cualquier otra característica de los títulos o de sus sociedades emisoras". De aplicarse este art. en toda su dimensión la circunstancia relatado por el diario Clarín bajo el título "Distinción" (Diploma al garca: maniobra del operador que haciendo abuso de la confianza de sus pares vendió cantidades inusuales de una acción, luego de correr la voz sobre datos espectaculares de la empresa), a fines de 1991, no podría haber quedado sin sanción. Sin embargo, la norma que es amplia al inicio ya que relata *difusión* pareciera quedarse *corta* en el apartado 4to, el que se refiere a "publicidad encargada por cualquier otra persona física o jurídica con un interés concreto en la operación", con lo que circunscribe su alcance.

Finalmente el art 11 contempla el supuesto de la actitud dolosa tendiente a inducir a error, aun cuando no se persiguiera ventaja o beneficio para sí o terceros, en cuyo caso será pasible de sanciones (art. 10 Ley 17.811).

Con lo suscitadamente comentado queda clara la necesidad de un buen ejercicio por la autoridad de control de sus facultades relativas al deber de informar y en resguardo de la transparencia, que en definitiva es la explicitación de la Buena Fe, igual trato, igualdad de oportunidades, e igual acceso a la información. Asimismo en lo que se refiere a publicidad destaca el papel importante y consiguiente responsabilidad que le cabe a la prensa financiera especializada Deber de guardar reserva: como dijéramos, el art. 59 LS establece la obligación de actuar con la diligencia y lealtad de un buen hombre de negocios. Este deber se complementa con la correlata obligación de guardar el secreto de los negocios. Así los arts. 12 a 14 de la resolución que comentamos, se refieren al mismo, explicitándolo como "información respecto al desenvolvimiento o negocios que aun no haya sido divulgada públicamente al mercado y que se capaz de influir de algún modo en el precio..." o lo que es lo mismo "información reservada" o también denominada "privilegiada". Son sujetos de la obligación; a) directores, administradores, gerentes generales, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, profesionales intervinientes, y cualquiera que en razón del cargo o actividad tenga acceso a la información. b) directivos, funcionarios y empleados de los organismos de control incluidos CNV Bolsas y mercados. c) personas que por relación temporaria o accidental con la sociedad o sujetos anteriores, pudieran haber tenido acceso a la información. y d) subordinados o terceros de confianza. En este último supuesto habría una coobligación entre ellos y sus superiores, ya que estos deben "velar" para que los mismos no incurran en la conducta penada. No obstante señalaremos que el art. 13, circunscribe la manipulación de la información al interés de procurarse ventaja a sí mismo o a terceros, con lo que restringe el alcance a la intención dolosa. Consideramos, sin embargo que el alcance es bastante amplio e incluye al llamado outsider y tippee del derecho americano.

Respecto a las sanciones consideramos que la Resolución es bastante ambigua, ya que se refiere al procedimiento, al apercibimiento, multa y publicación. Hubiera sido tal vez mejor la solución de la repetibilidad de las ganancias obtenidas con más los daños

y perjuicios ocasionados. La protección de la fe pública, el ahorro público y la confianza en los mercados merecen ser estrictos en el tema. El tercero indeterminado, hombre común, confía y debe ser protegido. La Resolución reconoce, además, la posibilidad de recurrir a las acciones civiles y penales que pueden ejercitarse.

Por último, el art 18, hace referencia a los damnificados por los actos prohibidos por esta "ley" (dice, debiendo decir Resolución), a quienes les reconoce la acción civil de resarcimiento de danos y perjuicios. Es interesante, ya que no define quienes son los damnificados, y reconoce algo que es de perogrullo en un estado de derecho. Podrá entonces un accionista, reclamar (como en el caso de la accionista de la corporación americana que había contratado con el gobierno filipino) la nulidad del contrato por haber desconocido lo que la otra parte conocía al momento de la celebración (art 1158 C. Civ. arg).

Consideramos que el art 18 se refiere tanto a la no observancia del deber de informar como del deber de guardar reserva. Y los damnificados entonces serán no sólo los accionistas, sino la sociedad, y los agentes intermediarios en general que tienen el derecho a exigir la transparencia del Mercado. Asegurar la misma corresponderá a todos los operadores y fundamentalmente es la garantía que debe el órgano administrativo de control a la comunidad toda.

Valgan estos breves comentarios como justificación de las conclusiones con que iniciáramos la presente colaboración al congreso.

BIBLIOGRAFIA

- Alemandi, Angel y Gómez, Maria, "Obligaciones Negociables", Ed. Rubinzal - Culzoni.
BLACK'S LAW DICTIONARY- 5TH Edition, Ed. West Cox, Hillman, Langevoort,
"Securities Regulation" Cases and Materials, Ed. Little, Brown & Co.
Dobson, Juan, "El abuso de la personalidad", Ed. Depalma.
Halperin, Isaac, "Seguros". Ed. Depalma.
Kenny, Mario, "Obligaciones Negociables", Ed. Abeledo-Perrot.
Roimisier, Mónica, "Insider Trading", RDCO 1978, pg. 1443.