



Abuso de información privilegiada. El insider trading

Por: Néstor A. Oroño

Art. 307: *“Será reprimido con prisión de uno (1) a cuatro (4) años, multa equivalente al monto de la operación, e inhabilitación especial de hasta cinco (5) años, el director, miembro de órgano de fiscalización, accionista, representante de accionista y todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora, por sí o por persona interpuesta, suministrare o utilizare información privilegiada a la que hubiera tenido acceso en ocasión de su actividad, para la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables.”*

I. El bien jurídico tutelado

La información es un elemento de vital importancia en la dinámica y funcionamiento de los mercados, a la que no todos tienen acceso en los mismos caudales y calidad.

No es posible en tales ámbitos hablar de igualdad de información, por cuanto existen quienes se especializan en el manejo de la misma. Pueden diferenciarse distintas categorías, 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*).

Romero Villanueva¹, desdobra el objeto de protección; por una parte, nos habla de un bien jurídico mediato, indispensable, que es la economía y un bien jurídico inmediato –que puede superponerse o no con el otro-, dado por la protección que merece el universo de oferentes que concurre al mercado de capitales y que debe ser tratado desde un prisma de igualdad, siendo que ese acceso regular a la información y al mercado mismo es lo que sostiene o da apoyo a la protección.

Martin E. Paolantonio afirma que el bien jurídico tutelado es el funcionamiento regular o la

¹ Romero Villanueva, Horacio, “La urgente necesidad de reprimir el insider trading en nuestra legislación penal”, R.D.O.C, N° 235, Lexis Nexis



integralidad del mercado de valores, considerando que la regulación jurídica de dichos mercados se estructura fundamentalmente sobre dos principios: la eficiencia y la protección al ahorrista. Que el cumplimiento de la función básica del mercado de valores, requiere la existencia de información suficiente –transparente- sin espacio para conductas fraudulentas o engañosas, y un precio de los activos, formado sobre la base de esa información. En ese orden, el suministro o la información privilegiada, son conductas que importan un ataque directo a las funciones básicas del mercado de valores².

Entiendo que es esa la interpretación correcta, y que siguiendo el modelo europeo, nuestro legislador ha tutelado la transparencia, lealtad y buena fe como elementos que deben caracterizar el funcionamiento del mercado de valores. A lo que inequívocamente también se orienta la normativa extrapenal (arts. 102 y 117 de la Ley 26.831; RG CNV 622/13 –Título XII-, entre otras), dando coherencia al ordenamiento jurídico entendido como un todo armónico y sistematizado.

Lo que se corrobora además, si tenemos en cuenta que entre las previsiones agravadas contenidas en el art. 308 inc “c”, se establece “*cuando el uso o suministro de información privilegiada causare un grave perjuicio en el mercado de valores*”. El agravante, encuentra razón en el mayor resultado lesivo al bien jurídico “mercado de valores”.

Una interpretación intrasistemática también tributa a tal conclusión, por cuanto el tipo analizado se encuentra entre los delitos contra el “orden económico y financiero”, lo que presupone que las conductas allí tipificadas deben tener entidad para amenazar o lesionar ese bien jurídico suprapersonal. En ese orden, el Mensaje del Poder Ejecutivo n° 1644, de remisión del proyecto luego sancionado, especifica que se pretende incorporar “*figuras penales con el fin de dotar de mayor transparencia a la actividad bursátil, a la actividad de los mercados*”.

II. Tipo objetivo

II.1. Información privilegiada

La información privilegiada es aquella “relevante o material” y “no publicada” relacionada con una sociedad sometida al régimen de la oferta pública, por parte de aquél que compra o vende valores de dicha emisora en el mercado de capitales.

² Paolantonio, Martín E., “Derecho Penal y Mercado Financiero Ley 26.733”, Editorial Abeledo Perrot, pgs. 98/99



Por “relevante” o “material”, quiere decir que se trata de información que, si fuera dada a conocer al público, afectaría el precio de los valores, o al menos, sería un factor importante a considerar por parte de los inversores.

Para la Comisión Nacional de Valores, la información privilegiada debe poseer tres características:

- concreta: esto es, la referida a un hecho o situación determinada, no basta que se trate de circunstancias generales o hechos inciertos.
- aún no publicada: se trata de información destinada a ser pública, pero que al momento de su utilización por el *insider* no ha sido divulgada.
- susceptible de modificar la cotización de valores negociables, ya sea por referencia a ellos, a la emisora o a circunstancias ajenas a ambos con incidencia directa.

Ahora bien, dadas las características operativas de las bolsas de comercio y de los mercados de valores donde, por lo general, la información que precede a los menesteres propios de la cotización se gesta en las entrañas mismas de la empresa, fácil es colegir que el *insider* debe ser, por vía de principios, un gerente, director o accionista controlante de la sociedad o bien una persona que se ha munido de esta información en razón de la inmediatez con el centro de decisiones de la corporación cotizante o bien que se nutrió de un informante o *tipper*.

Las estructuras accionarias y el sistema de gobierno de las sociedades públicas, donde existe una fuerte atomización del paquete accionariado, hace que el verdadero poder resida en el núcleo de *managers* que maneja y dirige la compañía, reforzando esa situación de asimetría informativa entre los *insiders* y el resto de los inversores minoritarios y el público en general. Situación que se mantiene idéntica en el modelo de los grupos de control, con la posibilidad del accionista controlante de hacer uso de la información privilegiada en desmedro de los accionistas minoritarios.

La ley 26.733 (BO 28/12/2011) ha introducido en el art. 77 del Código Penal el concepto de información privilegiada “*El término información privilegiada comprende toda información no disponible para el público cuya divulgación podría tener significativa influencia en el mercado de valores*”.

Con acertado criterio, Paolantonio duda sobre la necesidad de incluir tal concepto en el



Código Penal y considera inadecuado en varios aspectos tal concepto.

Entre otras razones, en citado autor considera inapropiada la exigencia que la información tenga significativa influencia en el “mercado de valores”. Por cuanto lo que normalmente puede esperarse de la divulgación de la información privilegiada es un efecto particular sobre el valor negociable, no necesariamente sobre la generalidad de los precios en el mercado de valores. En tal entendimiento, una interpretación literal podría generar un seguro escenario de impunidad.

La afectación en la situación individual del título, no necesariamente de su influencia en el mercado, también surge con claridad de la RG 622, cuando regula el deber de reserva y refiere a *“un hecho no divulgado públicamente y que por su importancia sea apto para afectar la colocación de valores negociables, o el curso de su negociación en los mercados, deberá guardar estricta reserva al respecto y abstenerse de negociar ...”* (el subrayado me pertenece).

Considero además que la introducción de la definición de “información privilegiada” en el Código Penal, genera un inútil e innecesario antagonismo interpretativo entre el concepto acuñado en el ámbito específico (*vid* criterio de la CNV precedentemente reseñado), como en la Ley 26.831 (BO 28/12/2012) de Mercado de Capitales (art. 102), en cuanto refiere *“a un hecho aún no divulgado públicamente y que por su importancia sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables”*.

Igualmente, el ya citado autor es crítico con el término “significativa influencia” dada su equívocidad³. Sobre este aspecto, entiendo hubiese sido acertado –siempre recurriendo a un elemento de carácter valorativo- optar por la condición de que dicha información tenga entidad para modificar la cotización de los valores negociables por sí misma, esto es, con independencia de los demás factores que en la esfera del mercado inciden en la cotización del papel.

Señalo para finalizar sobre este punto, que “información privilegiada” es un elemento normativo del tipo, que presupone la existencia de un deber de reserva regulado en las normas extrapenales anteriormente individualizadas. Lo que tiene importancia al momento de tratar la problemática del error.

II.2. Objeto sobre el que puede recaer la acción. Valores negociables

³ Paolantonio, Martín E., op. cit., pgs. 100, 104



El decreto 677/01, en su art. 2, definía *“Valores negociables: A los títulos valores mencionados en el artículo 17 de la Ley N° 17.811 y sus modificatorias, emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotapartes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Son aplicables a los valores negociables todas las disposiciones de la Ley N° 17.811 y sus modificaciones relativas a los títulos valores”*.

La ley 26.831 regulatoria del Mercado de Capitales, derogó dicho decreto y en su art. 2 los define de la siguiente manera: *“Valores negociables: Títulos valores emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotapartes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren en mercados autorizados, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados”*.

Es una enumeración meramente ejemplificativa, resultando definitorio que se trate de cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores.

El art. 3 de la citada ley establece que cualquier persona jurídica puede crear y emitir valores negociables para su negociación en mercados de los tipos y en las condiciones que elija, incluyendo los derechos conferidos a sus titulares y demás condiciones que se establezcan en el acto de emisión,



siempre que no exista confusión con el tipo, denominación y condiciones de los valores negociables previstos especialmente en la legislación vigente.

II.3. Acciones típicas

Son dos, *suministrar*: dar, proveer, prestar, comunicar; o *utilizar*: valerse de la información usándola para sí.

Estas acciones no tienen entidad típica aisladamente concebidas, sino cuando son aprovechadas en miras a la obtención de ventajas en el mercado.

En tal sentido, Boumpadre apoyando en su interpretación en la normativa del art. 33 del ahora derogado Decreto 677/01 dice que *“En rigor, el delito no consiste en el hecho mismo de suministrar o utilizar cierta información que un círculo específico de personas debe mantener en reserva (el delito no consiste en mantener reservada una determinada información), sino –aún cuando el texto no lo diga en forma expresa- en “aprovecharse” de tal información “para” obtener ventajas en el mercado de valores, en el marco de una negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables. Vale decir, que la conducta típica podría ser reconducida a un uso abusivo o aprovechamiento de la información conocida o capturada debido a una especial relación del agente con la entidad, para obtener determinados beneficios en el mercado de capitales”*⁴.

Es posible la comisión por omisión cuando el sujeto al que la normativa señala en carácter de obligado a mantener reserva de la información privilegiada, dolosamente omite realizar las acciones tendientes al cumplimiento de tal deber, a fin de posibilitar que esa información sea conocida por otro para la negociación de los valores en cuestión.

III. Autoría

Pueden ser autores de este delito: director, miembro del órgano de fiscalización, accionista, representante del accionista y todo aquel que por su trabajo, profesión o función dentro de la sociedad emisora, haya tenido acceso a información privilegiada en ocasión de su actividad.

No basta pues, la calidad indicada en el tipo penal, sino que debe tratarse de personas que ostentado la misma, en razón de su función dentro de una sociedad emisora de valores negociables tienen la posibilidad de acceso a información privilegiada.

⁴ Boumpadre, Jorge E., “Algunas reflexiones sobre el delito de abuso de información privilegiada en la reciente reforma penal argentina”, en www.ciidpe.com.ar



Especial consideración merece la condición de accionista entre los sujetos indicados en calidad de autores. Sobre lo que, cabe distinguir entre la simple condición de accionista y la de “accionista controlante”.

El deber de reserva impuesto por el art. 102 de la Ley 26831 y por la RG CNV 622, solo es para los “*accionistas controlantes*”, sobre quienes además recae la carga legal de salvaguardar la información.

De ahí que, en el caso del accionista controlante aún cuando hubiere conocido la información de manera fortuita –vgr. mediante un correo electrónico que erróneamente se le dirija-, o accidental –vgr. escuchar una conversación de modo ocasional-, conserva el deber de reserva. No así el mero accionista, quien solamente podrá ser autor del delito cuando acceda a la información en razón de dicha calidad.

Como rasgo distintivo en el plano de la autoría puede calificarse como un delito de infracción de deber, por cuanto los autores tienen el deber de reserva de datos, técnicamente “información privilegiada”.

Este tipo de delitos ha sido conceptualizado por María Inés Restón, siguiendo a Jakobs, como aquellos en los que *“a la par de no dañar a otro inherente a todo ciudadano y presente en la enorme mayoría de los delitos de dominio, aparece otra, a causa de la lesión de deberes de cuidado de determinados bienes, que recaen sobre ciertos individuos en particular. El deber de cuidado propio de este segundo tipo de responsabilidad es especial, solidario y sobre todo, se encuentra institucionalmente asegurado. Esta clase de deberes es la que da lugar a los delitos de infracción de deber, en los que, con independencia del hecho, existe un vínculo entre el autor y el bien que es previo a la norma penal. Aquí el deber se limita a asegurar penalmente una relación ya existente entre el autor y el objeto”*⁵.

Para Donna, *“Es un delito especial propio ya que solo puede ser cometido por el director, el miembro del órgano de fiscalización, el accionista, el representante de un accionista y todo aquel que por su trabajo, profesión o función pueda realizar ese tipo de acciones. Quien deba obligación de silencio, de modo que será punible el insider y no así el outsider. Esto es, el deber se concreta en salvaguardar la información privilegiada. También será sujeto activo el que realice alguna de las*

⁵ Reston, María Inés, “Los delitos de infracción de deber”, Editorial BdeF, p. 36



acciones típicas estudiadas a través de una persona interpuesta. Esta última, resultando extraneus, por carecer de las cualidades que exige la norma al autor, deberá responder a título de partícipe”⁶.

En este caso, los deberes previos extrapenales por remisión del art. 77 del Código Penal surgen del art. 102 de la ley 26.831; de la normativa emitida por la Comisión Nacional de Valores, entre ellas las RG 190-219, RG 227, 622, que imponen el aludido deber de reserva.

En definitiva además del elemento cualificante dado por las diversas categorías enunciadas en el art. 307 del Código Penal, es preciso verificar la relación entre el sujeto y la sociedad, la que le permite acceder al objeto protegido, que es la información privilegiada.

Señala Buompadre que quedan fuera de la previsión típica los “iniciados secundarios”, esto es, quienes adquieren dicha información por comunicación, directa o indirecta, de los iniciados primarios, y da el ejemplo del empleado de limpieza que escucha una conversación por medio de la cual obtiene la información y la utiliza en su propio provecho o el de un tercero. La excepción estaría dada en aquellos casos en los que el que utiliza la información, haya accedido a ella mediante la comunicación directa de quien la conoció de primera mano con motivo o en ocasión de sus funciones o actividad profesional o empresarial, en cuyo caso quedaría comprendido en la figura de la “persona interpuesta”, hombre de paja, testaferro o fiduciario (quien es la persona que da la cara o figura en los papeles). En estos supuestos, el *extraneus* puede ser castigado a título de partícipe⁷.

IV. Tipo subjetivo

Entiendo, coincidente con la posición de Donna, que el delito solo se admite el dolo directo⁸. Se requiere que el autor suministre o utilice la información privilegiada a la que hubiera tenido acceso en ocasión de su actividad y además que ella sirva para la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables. En consecuencia se debe saber el carácter de la información y su voluntad de darla a terceros.

⁶ Donna, Edgardo; “Derecho Penal Parte Especial” Rubinzal Culzoni Editores, Tomo IV, tercera edición actualizada”, p. 537

⁷ Buompadre, Jorge E., op. cit.

⁸ Donna, op cit, p. 536



En similar sentido Buompadre, para quien no resultaría compatible con el dolo eventual en razón de la necesidad de que la información se suministre o utilice para obtener ventajas en la negociación en el mercado⁹.

Para Donna, no es requisito del tipo sujeto la ultrafinalidad de obtener rédito económico¹⁰.

Si bien es verdad que no requiere la ultrafinalidad señalada, si en cambio, requiere como elemento distinto del dolo -el que se integra con el conocimiento del carácter reservado de la información y la voluntad de suministrarla o utilizarla-, la ultrafinalidad o intención que lo trasciende, de realizar estas acciones “*para la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables*”. Acciones que naturalmente llevan implícita la finalidad de obtener una ventaja económica.

El tipo analizado no admite la modalidad imprudente.

V. Consumación y tentativa

Buompadre¹¹ lo caracteriza como un delito de pura actividad, de peligro abstracto, que se consume con el uso o el suministro de la información privilegiada. Se trata de un tipo mixto alternativo en el que la concurrencia de cualquiera de las acciones típicas producen la consumación del delito.

Para Donna, quien también lo caracteriza como un delito de deber, el delito se consume con el mero incumplimiento del deber de reserva, sin necesidad de beneficio económico para el autor o para terceros¹²

No es posible la tentativa.

VI. Error

Cobra especial importancia la problemática del error, toda vez que la normativa sobre el deber de reserva consagrado en el art. 77 -último párrafo- del Código Penal al definir “información privilegiada”, se encuentra regulada en las normas extrapenales reseñadas previamente.

De ahí entonces, que resultan aplicables a esa cuestión las reglas sobre error de tipo. Tratándose de un delito doloso, el error invencible cancela la tipicidad dolosa; en tanto, si se tratara

⁹ Buompadre, Jorge E., op. cit.

¹⁰ Donna, Edgardo, op. cit., p. 534

¹¹ Buompadre, Jorge E., op. cit.

¹² Donna, Edgardo, op. cit., p. 537



de error vencible, tampoco resulta posible atribuir la modalidad imprudente, al no estar contemplada la misma para el delito analizado.

VII. Otras consideraciones

VII.2. Terminología

La expresión *insider trading* es de origen anglosajón. *Insider* es el individuo que pertenece a una determinada organización o sociedad, en una forma bastante cercana como para ser considerado parte integrante de la misma. *Trading* o *dealing* significa “actividad de negociar”¹³.

Puede conceptualizarse la figura del *insider trading* como la negociación de valores mobiliarios, y sobre todo de acciones de una sociedad, realizada por quien posee información reservada, relativa al emisor de los valores mobiliarios negociados o al mercado de estos valores¹⁴; en otros términos, “*tipifica el complejo de operaciones realizadas por determinado sujeto, provisto de información reservada concerniente al funcionamiento de los títulos en el mercado, obtenida en virtud de una posición privilegiada*”¹⁵. Dicho sintéticamente, consiste en “*negociar títulos accionarios con un desequilibrio ilegítimo de información*”¹⁶.

El *insider*, en cuanto poseedor de información todavía no divulgada, anticipa el efecto que la sucesiva divulgación tendrá en el mercado; operando en la certeza de obtener un beneficio.

La figura se vincula pues a información susceptible de generar beneficio económico a quien se reprocha el aprovechamiento de una situación de superioridad en el plano informativo, que otorga la posibilidad de adquirir noticias anticipadamente respecto del resto de los inversores.

El *insider trading* como se explicara, se vincula con la práctica de realizar operaciones sobre valores del mercado, valiéndose de información relevante no publicada y susceptible de modificar la cotización del valor negociable transado -*insider information*- lo cual permite, a quien lo lleva a cabo, obtener ganancias o evitar pérdidas a expensas de los restantes inversores que no cuentan con la misma información.

Sin embargo, hay quienes sostienen que si bien casi todos los ordenamientos del mundo

¹³ Dasso, Ariel Gustavo, “El aprovechamiento de la información reservada (apuntes sobre el “Insider Trading”)”, en *Doctrina Juciiial* 1987-2-209.

¹⁴ Galgano, Francesco, citado por Kemelmajer de Carlucci, Aída, “Un caso de fraude en el mercado de valores: el llamado *insider trading*”, *Revista de derecho privado y comunitario*; Santa Fe, Rubinzal-Culzoni, 1994.

¹⁵ Carriero, Giuseppe, citado por Kemelmajer de Carlucci, Aída, ob. cit.

¹⁶ *Idem* nota 1.



prohíben la práctica aludida, unos en forma más flexible que otros, la razón es sólo de orden ético, “ya que si se analizara con pautas económicas y no jurídicas, se podrían encontrar amplios argumentos en contra de la prohibición del insider trading. De hecho el insider trading no arroja perjuicios al inversor a largo plazo, si en cambio al trader o especulador a corto plazo. Por otra parte no viola normas de decir la verdad porque no engaña, ni miente, solo utiliza información privilegiada; ni `no apropiarse de lo ajeno; el profit obtenido no pertenece a nadie, no es apropiación. No es asimilable al fraude. La ganancia de los insiders no se hace a expensas de nadie, no hay enriquecimiento en perjuicio de terceros”¹⁷.

Se trata en definitiva, de ciertas personas que se presume cuentan con información privilegiada, que tienen prohibido utilizar para realizar operaciones sobre los valores negociables y transmitirla a terceras personas, durante aquellos períodos en que se estén gestando en la sociedad de decisiones que llevan a la comunicación de un hecho relevante.

López Barja de Quiroga dice que el *insider trading* es aquel que, debido a su profesión, conoce información relativa a la persona o sociedad para la que trabaja. Se exige pues, vinculación entre el sujeto y la sociedad o empresa a la que refiere la información¹⁸.

Siguiendo el modelo de la legislación francesa, no cualquier persona puede ser “iniciado” o *insider*, sino sólo aquellas que, además de poseer información privilegiada, sean profesionales y la hayan obtenido en función de su desempeño. Así, lo que define tal figura es el aprovechamiento de la 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.

Sistematizando las ideas expuestas, podemos distinguir:

1) Los *insiders* propiamente dichos (*insiders* institucionales, *corporate insiders*), aquellos que tienen participación en el capital de una sociedad o son miembros de los órganos de administración, de dirección o de control de la sociedad emitente.

2) Se denomina quasi-insiders (o *temporary insiders*) a aquellas personas que obtienen la información confidencial en razón del ejercicio de una profesión, empleo o función con vínculos

¹⁷ Moffat, María Pía, “Insider trading”, en www.espaciosjuridicos.com

¹⁸ Lopez Barja de Quiroga, Jacobo, “El abuso de la información privilegiada”, en Bacigaupo, Enrique “Derecho Penal Económico”, p. 439, Hammurabi.



interempresarios (por ej., abogados, consultores financieros, etc.).

3) Los insiders ocasionales (*tippees*), categoría amplísima, dilatada y diluida, cuyo único límite está dado por la exigencia legal de haber tenido conocimiento del carácter reservado de la información.

Consecuentemente, insider no sólo es aquel que está inserto en la estructura orgánica del emitente (*insiders* internos o institucionalizados, *corporate insiders*, administrador, síndico, director general, dirigente, liquidador, etc.), sino también aquel que tiene con la sociedad un vínculo contractual (por ejemplo, el dependiente, el abogado que participa en las tratativas secretas de adquisición de un paquete accionario; el técnico que prepara la petición de patentabilidad de una invención; la sociedad consultora; la sociedad de intermediación mobiliaria, etc.) y las personas que reciben información de éstos (*tippees*). Se incluyen, en consecuencia, las personas que están o han estado, en un pasado relativamente próximo, conectadas en forma ostensible con una compañía que cotiza en bolsa; los individuos que intentan o han intentado hacer una oferta de toma de control (*take over*) para una compañía, con facultades especiales, etc..-

VII.2. Marco regulatorio extrapenal

En nuestro país hasta la sanción de la ley 26.733 (BO 28/12/2011) no existían normas penales sobre la figura analizada, sino, se encontraba regulada en la legislación comercial mediante normas de carácter reglamentario: resoluciones de la Comisión Nacional de Valores y por el Decreto 677/01.

Remarco el importante poder que en materia de reglamentación se delega legalmente a dicho organismo, extremo avalado por la CSJN en el precedente “Terrabussi”, del cual me ocuparé más adelante.

A finales del año 2012 mediante la Ley 26.831 se estableció un nuevo régimen regulatorio para el Mercado de Capitales, que derogó la Ley 17.811 y el Decreto 677/01. Esta nueva norma contiene importantes referencias a la figura del *insider trading*.

Las compañías que realizan la oferta pública de Títulos Valores (acciones – obligaciones negociables) se encuentran sometidas a un control especial por parte de organismos del Estado -Comisión Nacional de Valores- y por los Mercados de Valores.

Estos organismos dictan normas específicas que regulan la actividad de las empresas en todo



lo correspondiente a la cotización de sus acciones o bonos; tienen por objeto principal la protección del mercado y de los inversores, basado en la transparencia de la información y de las transacciones que se realizan.

El cumplimiento de estas normas permite colocar al inversor en una situación análoga a la que tiene el accionista de control cuando toma sus decisiones de inversión en la venta o compra de títulos valores.

Tal lo expusiera previamente, el *insider trading* fue regulado principalmente en el Decreto 677/01 “Régimen de transparencia de la oferta pública”, luego, derogado por ley 26.831 y en normas de la CNV (RG 190-219, RG 227, RG 622, entre otras).

El art. 7 del aludido decreto establecía el deber de reserva: *“Deber de guardar reserva. Los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes y profesionales intervinientes de cualquier entidad autorizada a la oferta pública de valores negociables o persona que haga una oferta pública de adquisición o canje de valores respecto de una entidad autorizada a la oferta pública y agentes e intermediarios en la oferta pública, incluidos los fiduciarios financieros y los gerentes y depositarios de fondos comunes de inversión y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o actividad, tenga información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada o con contratos a término, de futuros y opciones, deberán guardar estricta reserva y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público. Igual reserva deberán guardar los funcionarios públicos y aquellos directivos, funcionarios y empleados de las sociedades calificadoras de riesgo y de los organismos de control públicos o privados, incluidos la COMISION NACIONAL DE VALORES, entidades autorreguladas y cajas de valores y cualquier otra persona que, en razón de sus tareas, tenga acceso a similar información. El deber de reserva se extiende a todas aquellas personas que, por relación temporaria o accidental con la sociedad o con los sujetos precedentemente mencionados, pudieran haber accedido a la información allí descripta y, asimismo, a los subordinados y terceros que, por la naturaleza de sus funciones, hubieren tenido acceso a la información”*.

A su vez, el art. 33 establecía la prohibición de uso de la información de información



reservada en beneficio propio o de terceros y regula la acción de recupero del precio positivo: *“Prohibición de utilizar información privilegiada en beneficio propio o de terceros. Acción de recupero. Las personas mencionadas en el artículo 7° del presente Decreto no podrán valerse de la información reservada allí referida 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 artículo 35 de la Ley N° 24.083 y sus modificaciones. En los casos en que se infrinja la prohibición establecida en el primer párrafo, el diferencial de precio positivo obtenido por las personas comprendidas en el párrafo anterior proveniente de cualquier compra y venta o de cualquier venta y compra efectuadas dentro de un período de SEIS (6) meses, respecto de cualquier valor negociable de los emisores a que se hallaren vinculados, corresponderán al emisor y serán recuperables 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 la impulsara diligentemente después de la intimación, dichos actos podrán ser realizados por cualquier accionista. La acción de recupero prescribirá a los TRES (3) años contados a partir del momento en el que fue efectuada la operación, y podrá acumularse a la acción prevista en el artículo 276 de la Ley N° 19.550 y sus modificaciones, sin que resulte necesario para ello la previa resolución asamblearia”.*

La ley 26.831 en su art. 154 derogó el mencionado decreto. En primer lugar, en el art. 102 de la citada ley se establece el deber de reserva: *“Los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes y profesionales intervinientes de cualquier entidad autorizada a la oferta pública de valores negociables o persona que haga una oferta pública de adquisición o canje de valores respecto de una entidad autorizada a la oferta pública y los agentes, según la categoría que corresponda y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o actividad tenga información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que por su importancia sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada deberán guardar estricta reserva y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público. Igual reserva deberán guardar 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 colectivo y cualquier otra persona que en razón de sus tareas tenga acceso a similar información.

El deber de reserva se extiende a todas aquellas personas que por relación temporaria o accidental con la sociedad o con los sujetos precedentemente mencionados pudieran haber accedido a la información allí descrita y, asimismo, a los subordinados y terceros que por la naturaleza de sus funciones hubieren tenido acceso a la información”.

La figura específica del *insider trading* se encuentra consagrada en el Art. 117 inc. “a”:

“a) Abuso de información privilegiada. Los directores, miembros del órgano de fiscalización, 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 artículo 35 de la ley 24.083 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;

b) Manipulación y engaño. Los emisores, agentes registrados, inversores o cualquier otro interviniente o participante en los mercados autorizados, deberán abstenerse de realizar, por sí o por interpósita persona, en ofertas iniciales o mercados secundarios, prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables, alterando el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda. Asimismo, dichas personas deberán



abstenerse de incurrir en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados, en relación con la compra o venta de cualquier valor negociable en la oferta pública, ya sea mediante la utilización de artificios, declaraciones falsas o inexactas o en las que se omitan hechos esenciales o bien a través de cualquier acto, práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado.

A los efectos de la determinación de la sanción de aquellas conductas descriptas, la Comisión Nacional de Valores considerará como agravante si la conducta sancionada fuere realizada por el accionista de control, los administradores, gerentes, síndicos de todas las personas sujetas a la fiscalización de la Comisión Nacional de Valores o funcionarios de los órganos de control;

c) Prohibición de intervenir u ofrecer en la oferta pública en forma no autorizada. Toda persona física o jurídica que intervenga, se ofrezca u ofrezca servicios en la oferta pública de valores negociables sin contar con la autorización pertinente de la Comisión Nacional de Valores, será pasible de sanciones administrativas sin perjuicio de las sanciones penales que correspondan”.

El art. 118, en tanto, regula la 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”.*

La Resolución General 190 (t.o. Res. 227 del 21/01/93) de la Comisión Nacional de Valores en su primer párrafo contempla las diversas figuras relacionadas al *insider*, en cuanto dispone: *“Los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes, profesionales intervinientes y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo, actividad, posición o relación tenga información respecto al desenvolvimiento o negocios de una sociedad con oferta pública autorizada que aún no haya sido divulgada públicamente y que por su importancia pueda afectar la colocación de títulos valores o el curso de su negociación en los mercados, deberán guardar estricta reserva”.*

El artículo 12 continúa: *“El deber impuesto en el artículo anterior se extiende, igualmente, a todas aquellas personas que por relación temporaria o accidental con la sociedad o sujetos*



mencionados en él, pudieran haber accedido a la información allí descripta. Corresponde a los sujetos allí mencionados adoptar las medidas necesarias para que sus subordinados o terceros no accedan a la información reservada, así como denunciar de inmediato ante la Comisión Nacional de Valores cualquier hecho o circunstancia que hubiera llegado a su conocimiento y de los cuales pudiera presumirse una violación al deber de guardar reserva o a la prohibición de utilizar la información privilegiada aquí establecidos”. La regulación se completa con el artículo 21 que dispone: “Las personas mencionadas en los artículos 11 y 12 no podrán valerse de la información reservada allí referida a fin de obtener para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de títulos valores o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública”.

El artículo 11, segundo párrafo, de la Resolución General 227, establece: “Igual reserva deberán guardar aquellos directivos, funcionarios y empleados de las sociedades calificadoras de riesgo y de los organismos públicos y privados de control, incluidos la Comisión Nacional de Valores, entidades autorreguladas y cajas de valores que en razón de sus tareas tengan acceso a similar información”. Por una u otra razón, la doctrina nacional admite que están dentro del concepto los “funcionarios gubernamentales que tienen acceso a determinada información”.

La Resolución General 622 (05/09/2013), dictada de acuerdo a lo prescripto por el art. 155 de la Ley 26.831, en lo referente al tema analizado dispone:

“TÍTULO XII - TRANSPARENCIA EN EL ÁMBITO DE LA OFERTA PÚBLICA -

Capítulo II, sección I: Deber de reserva

Art. 1 - En el marco de las obligaciones impuestas en el artículo 102 de la Ley N° 26.831, quien en razón de su cargo o actividad tenga información acerca de un hecho no divulgado públicamente y que por su importancia sea apto para afectar la colocación de valores negociables, o el curso de su negociación en los mercados, deberá guardar estricta reserva al respecto y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público.

Quedan comprendidos en el deber mencionado:

a) Los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes y profesionales intervinientes de cualquier entidad autorizada a la oferta pública de valores negociables, incluidos los Mercados.

b) Cualquier persona que haga una oferta pública de adquisición o canje de valores respecto de una entidad autorizada a la oferta pública.

c) Directivos, funcionarios y empleados de los agentes de calificación de riesgos.



- d) Directivos, funcionarios y empleados de los agentes de depósito colectivo.
e) Directivos, funcionarios y empleados de cámaras compensadoras y demás categorías de agentes registrados en la Comisión.
f) Funcionarios públicos y directivos, funcionarios y empleados de los organismos de control públicos o privados, incluida la Comisión.
g) Cualquier persona que, en razón de su cargo, actividad, posición o relación tenga acceso a tal información.
h) Cualquier persona que por relación temporaria o accidental con la emisora o con cualquiera de los demás sujetos mencionados, o relación social o familiar con accionistas integrantes del grupo de control o con los sujetos antes mencionados, pueda acceder a la información citada. Asimismo, se extiende a los subordinados y terceros que por la naturaleza de sus funciones hubieren tenido acceso a la información.

OTROS SUJETOS ALCANZADOS.

Art. 2 - Las personas físicas o jurídicas mencionadas en el artículo anterior que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones, posean datos o información reservada, deberán adoptar las medidas necesarias para que sus subordinados o terceros no accedan a la información reservada, salvaguardando dichos datos e información.

En particular, deberán:

- a) *Impedir que la información reservada pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal y tomar de inmediato las medidas necesarias para prevenir y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse.*
b) *Denunciar de inmediato ante la Comisión cualquier hecho o circunstancia que hubiera llegado a su conocimiento y de los cuales pudiera presumirse una violación al deber de guardar reserva o a la prohibición de utilizar la información privilegiada.*

Las obligaciones anteriores no alcanzan al deber de comunicación y colaboración que las personas mencionadas tienen respecto de los tribunales judiciales y de las agencias administrativas de control.

Capítulo III, sección I: Abuso de información privilegiada. Prohibiciones generales.

Art. 1 - En el marco de las obligaciones impuestas por el inciso a) del artículo 117 de la Ley N° 26.831, las personas mencionadas en el artículo 1° del Capítulo II del presente Título, no podrán:

- a) *Utilizar la información reservada allí referida 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.*
b) *Realizar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes acciones:*
b.1) *Preparar, facilitar, tener participación o realizar cualquier tipo de operación en el mercado, sobre los valores negociables a que la información se refiera.*
b.2) *Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o función.*



b.3) *Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o que haga que otros los adquieran o cedan, basándose en dicha información.*

En caso de incurrir en las conductas descritas, 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”.

Las normas relevadas establecen el deber de reserva y la prohibición de utilizar la información privilegiada, indicando respecto de los sujetos sobre los cuales recae el aludido deber, no podrán:

a. Utilizar la información privilegiada a fin de obtener para sí o para otros ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables (acciones, bonos), futuros, opciones o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de oferta pública.

b. Realizar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente: (1) preparar, facilitar o tener participación en cualquier operación del mercado que involucre los valores negociables cuya información privilegiada conocen; (2) comunicar dicha información privilegiada a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo; y (3) recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables, futuros u opciones.

Bajo estas directrices se desarrolla la idea del *insider trading*: aquella persona que, por razones de su trabajo o profesión vinculada a una compañía emisora, se encuentra en conocimiento de información privilegiada que aún no ha sido divulgada en forma pública, y utiliza dicha información: (i) en beneficio propio; (ii) en beneficio de un tercero; (iii) en perjuicio del mercado.

La figura del *insider trading* no se centra entonces, en la capacidad negocial del sujeto que la realiza, sino en la utilización o aprovechamiento de información confidencial o reservada con posibilidad de incidencia en el precio de los valores, elemento este que, obviamente, no posee la otra parte.

En algunos supuestos es la posición o rol preponderante en la sociedad, lo que le facilita acceder a ciertas circunstancias determinantes del negocio a realizar. En otros, en razón del cargo, actividad, posición o relación tenga acceso a tal información. O bien, por cualquier relación



temporaria o accidental con la emisora o con cualquiera de los demás sujetos mencionados, o relación social o familiar con accionistas integrantes del grupo de control o con los sujetos antes mencionados, pueda acceder a la información citada. Deber de reserva que se extiende a los subordinados y terceros que por la naturaleza de sus funciones hubieren tenido acceso a la información.

Destaco asimismo, que la normativa reseñada no sólo impone el deber de reserva, sino que además para el caso de haberse conculcado el mismo, requiere de los sujetos obligados adoptar de inmediato las medidas necesarias para prevenir y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse; denunciar de inmediato ante la CNV cualquier hecho o circunstancia que hubiera llegado a su conocimiento y de los cuales pudiera presumirse una violación al deber de guardar reserva o a la prohibición de utilizar la información privilegiada.

VIII. Jurisprudencia

El leading case “Terrabussi” (CSJN, 24/04/007)

En dicho precedente –luego de interesantes avatares procedimentales detalladamente expuestos por Ricardo W. Beller- la Corte Suprema de Justicia de la Nación confirmó la interpretación de la figura del “insider trading” realizada por la Comisión Nacional de Valores en el sumario iniciado contra ciertos directivos y accionistas integrantes del grupo de control de Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.¹⁹.

Según expone el mencionado autor la cuestión versaba con motivo de las tratativas para la venta del paquete accionario mayoritario de la empresa Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. (“Terrabusi”) a Nabisco. En el marco de las negociaciones se firmó en noviembre de 1993 un Acuerdo de Entendimiento en el que se estipulaba el precio por acción al cual se realizaría la operación. Se informó al público la firma del Acuerdo de Entendimiento, aunque en la comunicación pertinente se omitió informar el precio acordado. En negociaciones posteriores los accionistas vendedores y Nabisco acordaron elevar el precio original, lo cual tampoco fue informado al público.

Durante los primeros meses de 1994 miembros del directorio y determinados accionistas que conformaban el grupo de control de Terrabusi concretaron numerosas operaciones de compra venta de las acciones de Terrabusi en el mercado.

¹⁹ Beller, Ricardo W, “Caso Terrabussi: leading case sobre insider trading” en www.marval.com.ar



Estos *insiders* presumiblemente conocían el precio de venta de las acciones acordado con Nabisco que no había sido revelado al público en general. Por tal motivo la Comisión Nacional de Valores inició un sumario contra ciertos directivos y accionistas de Terrabusi aplicando sanciones de multas por haber operado en el mercado con conocimiento del precio que Nabisco había ofrecido por las acciones de Terrabusi que a su vez era desconocido por el público en general, determinando que estos directivos y accionistas incurrieron en *insider trading* según el artículo 21 de la Resolución General N° 277/1993 que prohibía “valerse de la información reservada...a fin de obtener para sí o para otros ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de títulos valores o de cualquier operación relacionada con el régimen de la oferta pública”; que los imputados compraron acciones cuando el precio de cotización era inferior y vendieron cuando era superior al precio acordado con Nabisco. Estos *insiders* utilizaron información a la cual habían tenido acceso por sus cargos en la sociedad y por ser negociadores de la venta de acciones a Nabisco. También que, aunque la celebración del Acuerdo de Entendimiento con Nabisco fue informado al público, el precio por acción acordado con Nabisco nunca fue comunicado públicamente. Esa información tenía aptitud suficiente para afectar sustancialmente la colocación de títulos valores o el curso de la negociación en los mercados. Al operar conociendo ésta información privilegiada los *insiders* aprovecharon la desigualdad de condiciones respecto de los restantes inversores.

Asimismo, que la finalidad de la norma es lograr la transparencia en el mercado, fundamental para generar confianza en el inversor, lo cual necesariamente requiere garantizar el acceso a información confiable y suficiente. Aplicando el “*abstain or disclose rule*” del derecho norteamericano, la CNV consideró que los sumariados debieron abstenerse de operar en el mercado si contaban con información privilegiada, o debieron informarla al público previo a realizar cualquier operación en el mercado. La CNV consideró que la configuración del ilícito no requiere de dolo específico pues lo exigido por la norma es sólo no operar valiéndose de información privilegiada y no pública.

Luego de algunos avatares procesales expuestos detalladamente por Beller en el citado trabajo²⁰, en el fallo de fecha 24 de abril de 2007 la Corte Suprema de Justicia de la Nación avaló lo resuelto por la CNV, destacándose entre otras conclusiones la naturaleza administrativa de la sanción impuesta por la CNV; como asimismo sus facultades reglamentarias cuya competencia era atribuida por ley sobre todos los participantes de la oferta pública y, consecuentemente, era competente para

²⁰ Beller, Ricardo W., op. cit.



aplicar las sanciones al detectar infracciones a sus resoluciones generales. Que, los sumariados conocían el precio por acción acordado con Nabisco en todo momento debido al curso seguido por la negociación y su calidad de *insiders*; que la buena fe invocada es desvirtuada por el gran volumen negociado por los sumariados durante el período de negociaciones con Nabisco y la compra de acciones aun cuando el precio subía, lo cual demuestra el objetivo de obtener ventajas.

Caso “Alpargatas S.A.” (CNCom., Sala “F”)

Mediante sentencia de fecha 07/09/2011, dictada en la causa 065726/09 - *COMISIÓN NACIONAL DE VALORES c/ ALPARGATAS SA s/ Organismos externos*, la sala F de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial confirmó la Resolución de la Comisión Nacional de Valores mediante la que se impuso a la sociedad Alpargatas S.A., multa por la infracción constatada a los arts. 59 y 281 incs. a) y g) de la Ley de Sociedades Comerciales, 77 de la Ley 17.811, a hacerse efectiva en la persona de los Directores Titulares a la época de los hechos examinados, miembros del Comité de Auditoría y miembros del Consejo de Vigilancia y absolvió al resto de las sociedades involucradas.

En dicha resolución, entre otras consideraciones de importancia se destaca que *“La misma Comisión Nacional de Valores ha establecido la necesidad de brindar amplia publicidad de los datos económicos y financieros de las empresas como de la actuación de todos los intervinientes en el comercio de valores negociables para asegurar la veracidad y eficacia de la información suministrada. Así, precisa que constituyen hechos relevantes todos aquellos con aptitud para incidir en decisiones de inversión o desinversión y/o en el precio de cotización de los valores negociables. (Resolución N° 14.128, Expte. N° 674/99)”*.

“El régimen de información sobre hechos relevantes del Dec. 677/01 pretende erigirse en un adecuado mecanismo de control, para cuya finalidad se impone como correlato el deber frente a todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación (art. 5 inciso a) del Decreto citado). En el sub- examine no se ha controvertido que las tratativas preliminares vinculadas con venta del paquete de control de Alpargatas SA, como el avenimiento de una oferta pública de adquisición de títulos, pudieran ser enmarcados fuera del género descripto por la norma citada (v. gr. listado ejemplificativo del art. 3 Cap. XXI Normas CNV-NT 2001 y modif. Res Gral 368 hasta Res. Gral 589, especialmente acápite 21); como tampoco se ha cuestionado que los administradores de las sociedades y los integrantes de los órganos de fiscalización están obligados a informar su acaecimiento de forma inmediata a la CNV”.

“...Tanto por parte del Directorio cuando de los órganos que deben vigilar la actuación de éstos, un proceder falto de diligencia en el desempeño de sus cargos, al haberse limitado a informar los hechos relevantes que le fueron comunicados, sin formular mayores pesquisas aún a expensas del requerimiento de la BCRA, lo que constituye una infracción al art. 77 de la Ley N° 17.811 y art. 8 inc. a) del Dec. 677/01”.



“Alpargatas SA, en la persona de sus Directores y de forma deliberada, mantuvo un estado de incertidumbre sobre las condiciones de la venta del paquete accionario; desde que la confidencialidad de la información benefició a la compradora (SPASA) y a los accionistas vendedores, entre los que se encontraban tres integrantes del Directorio y sus cónyuges; con afectación para el resto de los accionistas y en infracción a las reglas de transparencia que impone el mercado bursátil”.

“... cuando el Mercado recibe una noticia que trasciende e influye notoriamente en sus operaciones –lo cual significa que le atribuyó credibilidad– los partícipes en el sistema y en particular, quienes están directamente relacionados con la noticia, deben extremar los recaudos a fin de confirmar de inmediato su veracidad y alcances, o bien desautorizarla con debido sustento.... Los artículos periodísticos daban cuenta de un hecho relevante, y los involucrados en la noticia – en la medida que no solicitaron la dispensa prevista por el art. 6 in fine Anexo del Dec. 677/01 –estaban obligados a brindar explicaciones precisas y veraces a su respecto, con todas las aclaraciones o rectificaciones necesarias y que estuvieran a su alcance para evitar que lo divulgado pudiera resultar confuso, engañoso o incompleto y a fin de colocar a todos los inversores en igualdad de condiciones en relación a su inversión (arg. arts 1, 2, 23 y 24 del Cap. XXI de las Normas NT 2001 y modif.)”.

“Nuestra Corte Federal admitió que la demostración del conocimiento por parte de los sumariados de información relevante y no compartirla al público impone recurrir a la prueba de presunciones pues, a diferencia de otras infracciones, el insider trading no se caracteriza por una evidencia obvia, ya que por lo general tal infracción se origina en comunicaciones verbales de una persona a otra, máxime cuando quienes han intervenido están ligados por vínculos familiares y comunidad de intereses. De allí que la prueba indirecta sea admitida y las presunciones adquieran singular importancia (CSJN, Fallos 324: 3083; “Establecimiento Modelo Terrabusi SA” del 27/09/01, disidencia Dres. Boggiano y Nazareno)”.

“La acreditación del incumplimiento de las obligaciones de los administradores necesariamente importa la acreditación de su culpa, toda vez que su principal obligación es la de administrar la sociedad con la diligencia y lealtad de un buen hombre de negocios. La diligencia de un buen hombre de negocios implica experiencia y por tanto requiere conocimiento de las actividades configurativas del objeto social de la sociedad administrada (LSC: 11-3º; 63-1º-c; 64-I-a y 66), importando la carencia de tal conocimiento un elemento configurativo de responsabilidad. Asimismo, en la medida que administra bienes que no son suyos, el deber de diligencia debe complementarse con el de lealtad (LSC: 59) cuyo antecedente es la fidelidad prescripta para el mandatario (CCiv. : 1908), consistente en que no debe dar preferencia a sus intereses en oposición con los del mandante “. “El comportamiento antijurídico aquí se ve plasmado en la falta de diligencia adoptada para ahondar en la información que las buenas prácticas en el mercado bursátil exigían para con el público inversor, hecho que es directamente atribuible al órgano de conducción de la empresa y a través de él, imputable directamente a la emisora”.



“El beneficio que para los Directores- accionistas deparó la no divulgación al público inversor del alcance de las tratativas, radicó en el mayor precio que obtuvieron, del que luego fue ofrecido a los demás accionistas minoritarios a través de la OPA, quebrantándose así el tratamiento paritario e infringiendo el art. 27 del Cap. XXI de las Normas de la CNV cuando proscribire a los directores ” Utilizar la información reservada 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”.

“Si bien es gravosa la conducta de los directores- accionistas, también es predicable el reproche al resto de los directores, por cuanto su conducta debe ser juzgada en función de la actividad o inactividad obrada por el órgano; pues no es posible de dispensar de responsabilidad por la falta de ejercicio efectivo de las facultades inherentes a la calidad de integrante del plantel de conducción de una sociedad”.

“De haber aplicado la vigilancia y el celo exigido a todo buen hombre de negocios, bien pudieron no haber coonestado las inconductas de aquellos directores directamente implicados en la negociación”.

“El Consejo de Vigilancia tiene por función el control de mérito de la gestión del Directorio, lo que necesariamente conlleva ejercer la vigilancia de la prudencia de los actos del órgano de administración, la orientación comercial, su política de precios y adquisiciones, del gobierno del personal, etc. que incluye, obviamente, el control de sujeción de tales actos a las disposiciones legales y estatutarias”.-