

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
MAESTRÍA EN DERECHO Y ECONOMÍA

Insider Trading en Argentina. La “no prohibición” como alternativa regulatoria.

Ignacio Martín Meggiolaro
Legajo 10A1312

Marzo 2015

INDICE

I. INTRODUCCIÓN	3
II. ALTERNATIVA REGULATORIA: LA TEORÍA DE MANNE	5
<i>El insider trading como una herramienta correctiva en los mercados bursátiles</i>	7
<i>El insider trading como un mecanismo adecuado de compensación</i>	14
<i>El insider trading no genera ningún perjuicio a los inversores no insiders</i>	19
II. EL <i>INSIDER TRADING</i> EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ARGENTINO	21
<i>La evolución normativa</i>	21
<i>El caso “Terrabusi”</i>	27
<i>El caso “Sociedad Comercial del Plata”</i>	30
III. CONCLUSIONES FINALES	32
BIBLIOGRAFÍA	35

I. INTRODUCCIÓN

“La patrona de la Bolsa de Barcelona, España, es Nuestra Señora de la Esperanza. Ella es la patrona perfecta para todos nosotros que tenemos la esperanza de obtener retornos superiores cuando invertimos”¹

La información es un bien preciado para todo inversor que compra o vende acciones o bonos en algún mercado bursátil. Estar más y mejor informado confiere mayor certidumbre y reduce el riesgo. El *insider trading* es justamente eso, la máxima expresión de la utilización de información como garantía de determinada rentabilidad. Dicho en palabras más técnicas, es la utilización de información privilegiada no pública para la realización de una operación bursátil (ej. compra o venta de acciones), información que una vez diseminada públicamente afectará el precio de cotización de los valores de la compañía emisora.

El *insider trading*, como otras tantas figuras, ha generado un destacado debate en torno a su regulación. Las posiciones son concretas y completamente opuestas, parten de bases argumentales totalmente distintas. Por un lado, con una visión netamente legal y principalmente moralista, se encuentra un sector doctrinario que se pronuncia en favor de su prohibición; siendo esta una posición mayoritaria que ha logrado imponerse en el plano legislativo. Por el otro lado, con una mirada económica que se centra en los resultados de mercado y en la alineación de incentivos de los actores involucrados con esta práctica, encontramos cierto sector que demuestra con sólidos argumentos las ventajas de valorar al *insider trading* como una práctica libre, habilitada por la norma.

Frente a ambas alternativas, la Argentina ha tomado una postura clara que constantemente ha reafirmado, pese a la casi nula experiencia casuística y antecedentes jurisprudenciales. Siguiendo el modelo estadounidense, nuestro esquema normativo sentencia

¹Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers., “Principles of corporate finance” (McGraw-Hill, Boston, Estados Unidos, 2003) p.378

que el *insider trading* es una práctica deshonesta, contraria a la transparencia del mercado y fraudulenta, por lo cual, constituye una práctica hasta penalmente reprochable.

El objeto del presente trabajo es analizar la regulación nacional en materia de *insider trading* desde una perspectiva de la escuela de derecho y economía. Para ello, recurriré a la teoría originada por Henry G. Manne en los '60 que sostiene que el *insider trading* es una práctica bursátil que genera distintas ventajas desde el punto de vista económico y que, por lo tanto, no debiera ser prohibida por el regulador. Luego, procederé a analizar el marco jurídico argentino en esta materia, tanto su abordaje legislativo como su interpretación jurisprudencial. Finalmente, concluiré que este marco normativo se encuentra construido sobre premisas falsas y que resulta necesario replantearse la regulación del *insider trading* desde un análisis económico y no moralista de este fenómeno.

II. ALTERNATIVA REGULATORIA: LA TEORÍA DE MANNE

Frente a un preponderante avance regulatorio tendiente a prohibir e inclusive, en determinadas jurisdicciones como la Argentina, a reprochar penalmente el *insider trading*, cierto sector doctrinario ha propuesto un cambio de paradigma a partir de un análisis económico de este instituto.

Henry G. Manne, uno de los principales exponentes de la escuela del análisis económico del derecho, a partir de la publicación de su obra titulada “*Insider Trading and the Stock Market*”², introdujo nuevos elementos en la discusión acerca de la regulación del *insider trading*, originando una corriente de pensamiento que sostiene las ventajas de esta práctica en términos de eficiencia económica. Así, esta nueva perspectiva rompe los esquemas de la visión moralista del instituto, para la cual y en palabras de Manne: “(...) *el insider trading es un pecado, y la guerra contra este es una guerra santa. Pero como en la mayoría de las guerras santas, la arrogancia moral y la hipocresía se encuentran a la orden del día. A lo largo de toda la literatura sobre insider trading no se encuentra un análisis profundo de esta materia. (...) Desafortunadamente, la mayoría de los abogados no cuenta con las herramientas para desarrollar un cuidadoso análisis económico de esta materia, y los economistas han ofrecido poca asistencia. El tono del debate ha permanecido esencialmente moralista y existencial. La lógica ha perdido frente a la emoción*”³.

Destacando la relevancia del aporte de Manne, Stephen Bainbridge afirmó que si bien su proyecto ha fallado dado a que el *insider trading* aún sigue siendo una práctica generalmente prohibida, “(...) *las sanciones por violar la prohibición (en relación con el insider trading) se han tornado más draconianas desde la publicación del libro de Manne. En otro sentido, la audacia de Manne, al menos, fue parcialmente vindicada. Él cambió los términos del debate. Hoy el debate acerca del insider trading se desarrolla en un lenguaje casi exclusivamente económico.*”⁴

² Manne, Henry G. “*Insider Trading and the Stock Market*” (The Free Press, New York, Estados Unidos, 1966).

³ Manne, Henry G. “*In defense of Insider Trading*” (The Collected Work of Henry G. Manne, Vo. 2 “Insider Trading”, Liberty Fund Inc., Estados Unidos, 2009) p. 235.

⁴ Bainbridge, Stephen M., “The Law and Economics of Insider Trading: “A Comprehensive Primer” (Social Science Research Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277, 2001) p.65.

En oposición al contexto normativo y jurisprudencial que se presentaba en esa época en Estados Unidos⁵, Manne aseguró que el *insider trading* beneficia tanto al público inversor como a la compañía emisora de los valores negociables. Primero, sostuvo que el *insider trading* garantiza que el precio de cotización del título en el mercado alcance su precio eficiente o correcto, ya que esta práctica facilita que tal precio refleje toda la información disponible y existente, sea pública o no pública, de una forma más ágil y rápida. Segundo, destacó que el *insider trading* es un mecanismo adecuado para alinear los incentivos de principales y agentes, sirviendo como un método de compensación adecuado para directores o gerentes que, por sus funciones y cargo, cuentan con la capacidad de generar este tipo de información. Tercero, el autor manifestó que el *insider trading* no genera ningún tipo de daño o perjuicio a aquellos participantes de los mercados de valores que no se encuentran informados (no *insiders*).

Corresponde ahora profundizar en aquellos argumentos mencionados en el párrafo precedente y sobre los cuales Manne concluyó que el *insider trading* no debiera ser una práctica restringida por el regulador.

⁵ Cuando Manne comienza con la redacción de su obra, no existía en Estados Unidos ninguna regulación estatal ni federal que expresamente prohibiera el *insider trading*. Pero esta situación prontamente se revertiría cuando a fines de los '60 una corte federal de Estados Unidos se pronunciara en el caso "*Texas Gulf Sulphure*". Este caso, contemporáneo a la publicación de la obra de Manne, ha sentado las bases de un nuevo escenario regulatorio que toma al *insider trading* como una suerte de sub-especie del fraude corporativo, con una identidad institucional propia, y por lo tanto, jurídicamente reprochable.

i. El insider trading como una herramienta correctiva en los mercados bursátiles

La primera línea argumental de Manne en su defensa a la no prohibición del *insider trading*, podría resumirse de la siguiente manera: el *insider trading* es una herramienta correctiva del mercado que garantiza que el precio de cotización de los valores negociables sean los correctos, fomentando la existencia de un mercado eficiente o “fuerte”⁶, es decir, un mercado en el cual los valores que allí cotizan tienen la capacidad de absorber con gran inmediatez toda la información existente, la cual se manifiesta de forma positiva o negativa según las fluctuaciones de precio de tales valores.

La información juega un papel fundamental en los mercados. Cuánto más informados se encuentran sus participantes, menos riesgosa será su inversión. Cuánto más fluya la información en el mercado impactando en los precios, mayor nivel de eficiencia se presentará en ese mercado. Y cuánto mayor sea el nivel de eficiencia que se presente en un mercado bursátil, mayores posibilidades tendrán sus inversores de racionalmente esperar una tasa de retorno suficiente que compense tanto el valor del dinero en el tiempo como los riesgos asumidos.

“En un mercado que se caracteriza por ser riesgoso, se pagará una prima alta por información confiable. En un mercado estable y menos expuesto a fluctuaciones, la diferencia entre la tasa de retorno de un participante más informado y la de un participante menos informado, es pequeña. (...) A mayor incertidumbre en el mercado, más valiosa será la información sobre la posibilidad de producirse cualquier cambio. Las diferentes ganancias que obtienen los diferentes individuos reflejarán su grado de sofisticación y confianza en la información. El mercado es, por excelencia, el árbitro del valor de la información”⁷.

⁶ Los economistas suelen distinguir tres niveles de mercados eficientes según el grado de información que los precios reflejan: mercados débiles, mercados semi-fuertes y mercados fuertes. En un mercado débil, los precios actuales solamente reflejan la tendencia de precios del pasado, tendencia que resulta imposible predecir tal como prescribe la teoría de *random-walk*. En un mercado semi-fuerte, los precios reflejan tanto la tendencia de precios del pasado como así también toda información pública de la emisora, como por ejemplo el anuncio de resultados, la emisión de nuevas acciones, etc. Por último, en un mercado fuerte - nivel superior de mercado eficiente – los precios reflejan toda la información disponible, sea pública como no pública. Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers., “*Principles of corporate finance*” (McGraw-Hill, Boston, Estados Unidos, 2003) p. 359.

⁷ Manne, Henry G. “*Insider Trading and the Stock Market*” (The Free Press, New York, Estados Unidos, 1966) p.47.

Por abordar esta cuestión, Manne categoriza la información en dos grupos. En un primer grupo se encuentra toda aquella información financiera y sofisticada, como por ejemplo, aquella información que surge de analizar e interpretar los estados financieros de una compañía, la elaboración de estadísticas respecto del valor histórico de la acción de una compañía en el mercado, la interpretación de los mercados locales e internacionales, el impacto de nuevos marcos regulatorios, conocimiento de la industria donde opera la emisora e industrias relacionadas con su actividad, etc. Este tipo de información, que requiere un grado de análisis técnico y que generalmente suele adquirirse mediante la contratación de *brokers*, queda exenta del ámbito del *insider trading*. Por el otro lado, en un segundo grupo, se encuentra toda aquella información que tiene que ver con acontecimientos actuales o futuros que impactan o impactarán en el curso de cotización de los valores negociables de una compañía, como por ejemplo, nuevos descubrimientos o invenciones, noticias sobre un cambio de control, una fusión, los resultados anticipados de un ejercicio económico, la posible distribución de dividendos, cambios en el *management*, el acaecimiento de algún siniestro en alguna instalación operativa de la compañía, la firma o rescisión de un contrato importante, la notificación de un reclamo judicial o extrajudicial de magnitud, etc. Si bien este segundo tipo de información constituye el ámbito propio del *insider trading*, para que esta práctica pueda configurarse, deben reunirse dos condiciones: (i) el acontecimiento en cuestión debe ser suficientemente relevante para que, manteniendo todos los demás factores constantes, sea capaz de afectar el precio de cotización de los valores en el mercado; y (ii) esta información, antes de convertirse en información pública y encontrarse subsumida dentro del precio de cotización del valor, sea susceptible de explotación económica por parte de aquellos que toman conocimiento temprano de la misma.

*“(...) La información del primer grupo podría adquirirse casi sin costo. Pero la adquisición de información del segundo grupo, es una cuestión muy diferente. Normalmente, no podría ser adquirida sin costo, y la buena información generalmente cuesta lo que por ella se paga”*⁸

Ante este escenario en el cual todos los participantes del mercado financiero, de una u otra medida, se encuentran a la caza de aquella información del “segundo grupo”, bien deseable y necesario para concretar operaciones bursátiles de menor riesgo y con una perspectiva de

⁸ Manne, Henry G., op. cit., p 57.

rentabilidad mayor y asegurada, Manne contempla y compara dos alternativas regulatorias: permitir el libre uso de esta información (es decir, no restringir el *insider trading*); y, en contraste, prohibir esta práctica.

Para encarar este análisis, el autor plantea un caso hipotético en el cual el precio de cotización de las acciones es \$50, cualquier información positiva o negativa impactará en \$5 y no existe ningún factor externo distinto a información material no pública en cuestión, que pudiese afectar el curso de cotización de estas acciones.

Bajo un esquema de no prohibición del *insider trading*, ante el acaecimiento de algún evento de impacto positivo que aún no ha tomado conocimiento público, el *insider* comenzará a comprar acciones de la compañía ya que el precio actual del título se encuentra por debajo de los \$55, precio que refleja el valor de esta información. Por lo tanto, gráficamente la curva de precio de la acción comenzaría a ascender lentamente como consecuencia de estas primeras transacciones que concretan los *insiders*. Ahora bien, estas operaciones que elevan gradualmente el precio de cotización de la acción funcionan como una suerte de alerta para el público inversor. Aquellos que no conocen esta información y su valor de \$5, comenzarán a sospechar que el accionar de *insiders* se encuentra pujando el título en el mercado y - por instinto oportunista e ignorando completamente de qué se trata, su magnitud y valor - se sumarán en la compra de títulos. En esta instancia, el precio de cotización de la acción se dispara, se incrementa más drásticamente, logrando que la curva de precio deje su tendencia de crecimiento gradual y adopte una tendencia de crecimiento un poco más abrupta. Como consecuencia de esto y dado el caudal de operaciones bursátiles que se registrarán, las acciones podrán alcanzar un pico de precio por encima del valor de la información en cuestión, un valor excesivo e inapropiado, por ejemplo \$58. Pero seguidamente, la curva de precio tomará una tendencia decreciente y se estancará en \$55, ya que aquellos *insiders* que conocen el precio real de la acción, dejarán de realizar operaciones cuando el precio supere los \$55 (como conocen el valor de la información, cualquier compra de acciones por encima de este valor se torna completamente ineficiente) e inclusive, algunos de ellos, comenzarán a vender sus títulos obteniendo una ganancia equivalente a la diferencia entre su precio de venta y su precio de compra. Manne explica este fenómeno comparándolo con los efectos de una ola en un estanque. Así, “*si el estanque se encuentra muy quieto, la ola podría recorrerlo hasta alcanzar su orilla. Pero*

si muchas personas se encuentran arrojando piedras dentro del mismo estanque generando varias olas, los efectos de una ola tenderán a desaparecer o no se distinguirán de los efectos de otras olas, antes que esa ola alcance la orilla”.⁹ Los efectos que causa la existencia de información nueva en el mercado que aún no ha tomado publicidad, en un primero momento equivalen a la piedra en el estanque quieto. A medida que el precio de la acción ronde los \$55, instancia en la cual varios participantes (*insiders* y *no insiders*) comenzarán a arrojar sus piedras al estanque, causarán que esa ola de precio encuentre su límite en \$55 sin poder alcanzar orillas de precio superiores de forma permanente.

Por otro lado, en un esquema en el cual se prohíbe el *insider trading*, e inclusive se impone cierta restricción temporal de operar hasta tanto el mercado recepte por completo los efectos de la información que se pone bajo el dominio público, la curva de precio de la acción toma una dinámica diferente. En este caso, gráficamente tendríamos una meseta de precio en \$50 hasta tanto la nueva información se torne pública. Una vez esto, la curva de precio se disparará con características empinadas, como una línea vertical. Es decir, bajo este escenario se pone a todos los jugadores, tanto *insiders* como *no-insiders*, en la misma línea de partida. Luego, una vez que se escucha el disparo de largada (la información se hace pública), todos los jugadores corren desesperadamente hasta alcanzar la meta, los \$55. Es por ello que aquí no hay un crecimiento gradual del precio, como en el primer supuesto, sino que el precio oscila de los \$50 a los \$55 de forma repentina.

El comportamiento de la curva de precio de la acción bajo un esquema regulatorio y otro, demuestra que si el *insider trading* es valorizado como una práctica libre y lícita, el precio de la acción comenzará a moverse hacia su precio correcto de forma anticipada. Como consecuencia, también ese mercado alcanza un mayor nivel de eficiencia anticipadamente, confiriendo mayor certidumbre a las transacciones bursátiles habituales. Adicionalmente, esta situación garantiza un mayor nivel de liquidez facilitando que se concrete un mayor volumen de transacciones, dado a que entre el precio mínimo y el precio máximo que alcanzará el título en el mercado habrá distintos inversores dispuestos a vender sus tenencias.

⁹ Manne, Henry G., op. cit., p. 82.

En esta instancia, resulta necesario hacer referencia la teoría de “*random walk*” esbozada primero por Louis Bachelier¹⁰ a principios de 1900 y luego desarrollada por Maurice Kendall¹¹ y Paul H. Cootner¹², entre otros autores. Esta teoría demuestra que ante la falta de información por parte de los participantes de los mercados, las transacciones de compra o venta de valores se concretan de una forma totalmente aleatoria, siendo imposible determinar algún tipo de parámetro de conducta en los inversores. Existen participantes no informados que venden o compran títulos en función del factor “tiempo”; esto es, sostener alguna inversión por algún tiempo determinado o concretar operaciones ante el acaecimiento de algún evento, todo ello de forma independiente al precio de cotización del título. También, existen participantes no informados que realizan su transacción en función al factor “precio”, vendiendo cuando ellos estiman que han obtenido la rentabilidad deseada o que se ha alcanzado un precio tope, y comprando por las razones inversas. Desde un punto de vista del móvil individual de los inversores, las distintas transacciones de uno y otro tipo de participantes son aleatorias e impredecibles, tanto en su magnitud como en su precio.

Entonces la información aquí es clave, cumple una función ordenadora y conduce las transacciones sobre una curva de precio que tiene como destino el precio correcto de cotización. En otras palabras, la información cambia las condiciones de los mercados, rompiendo con su imprevisibilidad y el comportamiento aleatorio de sus transacciones.

“A medida que compradores con información valiosa entran a un mercado fluctuante y aleatorio, sus transacciones tendrán un efecto determinante en el precio de las acciones. A pesar de que algunas transacciones sin información continuarían ocurriendo a precios variados, otras transacciones que también hubiesen ocurrido a precios diferentes ahora aparecerán sobre la curva de precio proyectada por el insider. Vendedores sin información venderán al insider cuando el precio ofrecido sea superior al precio que este vendedor ofrece. Y algunos compradores y vendedores sin información, cuyas transacciones se concretan en función a su precio, ahora venderán y comprarán entre ellos a un precio mayor. Entonces, muchas de estas transacciones que previo al

¹⁰ Bachelier, Louis, “*Theorie de la Speculation*” (Ed. Gauthiers-Villars, Francia, 1900).

¹¹ Kendall, Maurice G. “*The Analysis of Economic Time Series, Part I. Prices*” (Journal of the Royal Statistical Society 96, Reino Unido, 1953).

¹² Cootner, Paul H., “*The Random Character of Stock Market Prices*” (Cambridge, Mass.: M.I.T. Press., Estados Unidos, 1964).

*ingreso insider ocurrirían de forma aleatoria, ahora se alinearán a las transacciones de los insiders y tenderán a agruparse alrededor de la curva de precio prescrita por la diseminación de nueva información”.*¹³

Este primer argumento de Manne a favor del *insider trading*, ha sido analizado y desarrollado por varios autores. Inclusive varios de estos autores han logrado demostrar con casos concretos o con la construcción de modelos económicos, el impacto favorable del accionar de los *insiders* en los precios de cotización de los títulos en los mercados bursátiles. Entre estos autores, podemos citar a Hayne E. Leland, Lisa K. Meulbroek, Bradford Cornell y Erik R. Sirri.

Leland, a través de un modelo económico de expectativas racionales, ha ratificado la posición de Manne al concluir que, en un escenario en el cual se permite el *insider trading*, los precios de los valores reflejarán más adecuadamente la información disponible y tenderán a aumentar en promedio; inclusive, sirviendo esto como incentivo para que las compañías busquen financiamiento en el mercado mediante aumentos de capital y emisión de nuevas acciones. Sin embargo, destaca que esta situación no garantiza un incremento del bienestar o una mayor eficiencia económica, resultado que se encuentra estrictamente vinculado a ciertas condiciones particulares de los mercados. Entonces, afirma que el *insider trading* solamente incrementará este bienestar cuando el mercado se caracterice por ser altamente sensible a los cambios de precios de cotización de los valores (característica propia de mercados financieros menos desarrollados o economías emergentes), porque aquí las ganancias superarán a las posibles pérdidas o costos que esta práctica trae aparejados.¹⁴

Por su parte, Meulbroek identificó 320 casos en los cuales la *Securities & Exchange Commission* de Estados Unidos resolvió que se había configurado un supuesto de *insider trading* entre los años 1984 y 1989, con el objetivo de detectar el impacto real de esta práctica en los precios de los valores negociables. A través de un modelo económico, la autora demostró que el *insider trading* se encuentra asociado a los movimientos de precio, evidenciando que esta práctica facilita que estos reflejen la información existente de forma casi inmediata.¹⁵

¹³ Manne, Henry G., op. cit., p. 98.

¹⁴ Leland, Hayne E., “*Insider Trading: Should It Be Prohibited?*” (The University of Chicago Press. Journal of Political Economy, Vol. 100, Nro. 4, Estados Unidos, 1992) p. 859-887.

¹⁵ Meulbroek, Lisa K. “*An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*” (The America Finance Association, Journal of Finance, Vol 47, Estados Unidos, 1992) p. 1661–1699.

Finalmente, Cornell y Sirri tomaron el caso de la oferta pública de adquisición de Campbell Taggart, compañía financiera listada en la bolsa de Nueva York, lanzada por Anheuser-Busch en el año 1982. En este caso, uno de los directores de la compañía adquirente y ciertos allegados utilizaron esta información de forma previa a que tomara conocimiento público, para adquirir acciones de Campbell Taggart, generando que el precio de sus acciones se incrementara en un 20%. Por este motivo, los autores sostuvieron que el *insider trading* crea valor para la compañía.¹⁶

¹⁶ Cornell, Bradford y Sirri, Erik R., “*The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading*” (The America Finance Association, Journal of Finance, Vol 47, Estados Unidos, 1992) p. 1032–1059.

ii. ***El insider trading como un mecanismo adecuado de compensación***

En otra línea argumental, Manne sostiene que le *insider trading* permite alinear los intereses de los accionistas y los intereses de los directores o gerentes (en adelante identificaré a ambos como el “*management*”), sirviendo esto como una solución eficiente al problema de agencia.

Generalmente, en las compañías públicas la mayoría de sus accionistas se desempeña con un perfil pasivo y especulativo, reposando en su *management* la conducción efectiva de los negocios sociales. Cuando se presenta esta división entre los dueños del capital (accionistas o principales) y quienes ejercen el control del mismo (*management* o agentes), se origina el problema de agencia.

En términos de Jensen y Meckling, la relación de agencia es un contrato por el cual una persona (el principal) encomienda a otra persona (el agente) a realizar alguna actividad o servicio en su nombre, implicando necesariamente la existencia de una delegación de la facultad de tomar ciertas decisiones a favor del agente. Así, el agente no sólo cuenta con el poder que le concede expresamente el principal en los términos de esta suerte de mandato, sino que además adquiere un poder mayor al monopolizar paulatinamente un bien muypreciado para la organización y para el principal: la información. Por lo tanto, no se podrá esperar que el agente, sujeto racional que se desempeñará como si fuese un plenipotenciario, actúe siempre en el mejor interés del principal. Consecuentemente, en la relación de agencia los intereses de una y otra parte se desalinean por la condición natural de ambas partes de maximizar valor, dando origen al problema de agencia. Entonces, ¿qué deberá hacer el principal para lograr que su agente se desempeñe siempre en su interés y no en el propio? y ¿qué deberá hacer el agente para garantizar al principal que está desempeñando aquello que se le encomendó adecuadamente? La respuesta, de uno y otro lado es la misma, incurrir en costos. El principal incurrirá en costos ocasionados por la implementación de un sistema de incentivos que estimule al agente a actuar de conformidad con el interés del principal, como así también incurrirá en costos causados por el control constante del accionar del agente (costos de monitoreo). Por su parte, el agente incurrirá en costos generados por su intención de demostrar al principal su correcta gestión, costos propios de su vinculación con el principal. Asimismo, existe un tercer grupo de costos que se añade a los mencionados costos de agencia,

la pérdida residual generada por toda reducción de ganancia que experimente el principal como resultado de la divergencia existente entre las decisiones tomadas por el agente y por las decisiones que en un mismo escenario hubiese tomado el principal.¹⁷

Frente a este problema de agencia y sus costos, uno de los incentivos existentes en el mercado para alinear los intereses de los accionistas y del *management* es la implementación de un adecuado esquema remunerativo a favor de estos últimos. Sobre esta base de ideas, Manne expone su segundo argumento a favor del *insider trading*, focalizando en la figura del *manager* emprendedor, es decir, en la figura de aquel que constantemente debe aportar ideas innovadoras para generar mayor valor para la compañía, y que, por lo tanto, no tiene tareas predeterminadas que cumplir como si fuese cualquier empleado.

*“Si las grandes compañías públicas pretenden perdurar, esta teoría implica la necesidad de retener a los emprendedores. Para ello, se debe encontrar una adecuada forma para compensar esa función que cumplen estos individuos”.*¹⁸

En este sentido, Manne descarta al salario, a los bonos o gratificaciones extraordinarias y a los planes de opciones de compra de acciones (*stock options plans*) como métodos efectivos que permitan alinear los intereses de la compañía con los de estos ejecutivos, reteniéndolos y manteniéndolos lo suficientemente motivados para generar nuevas ideas.

En primer lugar, el salario constituye una variable constante tendiente a compensar funciones concretas y predeterminadas. De ninguna manera el salario, independientemente de su cuantía, fomenta la gestión de ideas innovadoras, sino que se presenta como un mecanismo adecuado para compensar a empleados.

Luego, los bonos como una compensación adicional al salario tampoco tienen características apropiadas para retribuir al emprendedor. Así por ejemplo, su monto o forma de calcularse suele ser predeterminada, generalmente se pagan de forma anual, suelen tener una correlación con los resultados financieros de la compañía y no con el aporte ofrecido por el

¹⁷ Michael C. Jensen y Williams H. Meckling, “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*” (Journal of Financial Economics, Vol. 3, Nro.4, 1976) p. 305-360.

¹⁸ Manne, Henry G., op. cit., p. 132.

emprendedor, etc. Por estos motivos, este tipo de compensación alentarán el aporte de pequeñas innovaciones, en lugar de aquellas innovaciones radicales y riesgosas que traerán grandes resultados para la compañía.

Tampoco los planes de opciones sobre acciones serían efectivos a los fines aquí expuestos. No solamente porque su implementación podría resultar excesivamente costosa para la compañía, sino porque si estas opciones son conferidas de forma posterior a que el mercado tome conocimiento de los resultados de una innovación propuesta por el emprendedor, este no podrá colectar los beneficios económicos de su aporte; mientras que si estas opciones se confieren de forma previa, el valioso aporte del emprendedor será proporcional al monto máximo de opciones otorgadas. Entonces, este mecanismo compensatorio también falla.

Ante esta situación, el *insider trading* cumple con todas las condiciones apropiadas para compensar al *management*, ya que representa un mecanismo flexible para retribuir con gran inmediatez y de forma proporcional el aporte que estos hagan a la compañía. El *insider trading* como práctica lícita en cabeza de estos *managers*, permite que obtengan una retribución en el mercado al explotar primero aquella información valiosa que ellos mismos han generado. Además, esto no solo no perjudicará a ningún tercero sino que resultará beneficioso para la compañía por doble vía: por un lado, logrará retener y motivar a estos ejecutivos para que constantemente aporten nuevos proyectos que maximicen valor, sin incurrir en ningún costo; y por el otro lado, el propio accionar de este *insider* alentarán un incremento en el precio de sus valores, continuando así con la lógica del mercado eficiente descrita en el punto i. anterior.

En definitiva, el *insider trading* como mecanismo de compensación genera un escenario donde todos sus jugadores ganan: el emprendedor, la compañía, el mercado y el público inversor en general.

Reafirmando la presente línea argumental de Manne, Dennis Carlton y Daniel Fischel señalan que todo tipo de acuerdo compensatorio con el *management* que se fije *ex ante* no sirve para compensar innovaciones. La compañía podría renegociar este tipo de acuerdos *ex post* a fin de compensar estas innovaciones, pero esta renegociación podría resultar altamente costosa. Por ello, destacan que una de las ventajas del *insider trading* como método de

compensación, es que los términos de este mecanismo no necesitan ser renegociados. Toda vez que el *management* puede hacer uso de información material no pública para concretar operaciones en los mercados de valores, este puede fijar por su propia cuenta su retribución en base a la información que este haya generado, aumentando así su incentivo de impulsar y desarrollar más y valiosas innovaciones para la compañía.¹⁹

Por su parte y haciendo foco específico en el problema de agencia, Alexandre Padilla ha ratificado la posición de Manne en favor de la desregulación del *insider trading*, considerando que esta es la alternativa más eficiente para morigerar los costos y problemas de agencia latente en la relación accionistas – *management*. Para ello, parte de una comparación de dos sistemas económicos: (i) un sistema de libre mercado donde la autonomía de la voluntad impera en las relaciones entre los sujetos, y por lo tanto, sobre esta base contractual los sujetos asignan los derechos sobre la propiedad privada; y (ii) un sistema de mercado intervenido, en el cual aparece una voluntad ajena a las partes (Estado) que imparte ciertas reglas restringiendo el libre uso o disposición de ese derecho a la propiedad privada. En el primer sistema, los accionistas y el *management* fijan contractualmente los términos y condiciones de su relación, incluyendo el ámbito dentro del cual se encontrará permitido el uso de información privilegiada de la compañía para operar en los mercados de valores, previendo las consecuencias patrimoniales ante cualquier violación de alguna de sus cláusulas. Entonces, si las partes acordasen limitar el *insider trading*, las consecuencias de ser demandado por violar el contrato desalentarán al *insider* de actuar en este sentido. Adicionalmente, Padilla señala que la reputación es otro elemento clave para alinear los incentivos del *management* con los de la compañía, ya que generalmente el mundo de los negocios y el mercado laboral castigarán cualquier violación contractual por parte del *management*. En contraste, frente a una economía intervenida por el Estado, la relación accionistas – *management* sufre ciertas obstaculizaciones, perdiendo fuerza cualquier acuerdo de voluntades entre estos, debilitando el poder de control de los accionistas y fomentando la creatividad del *management* para encontrar alternativas legales para concretar lo que estos unilateralmente deseen. Por lo expuesto, el autor concluye que bajo un sistema económico de intervencionismo, el problema de agencia se agudiza y que, por lo tanto, este no

¹⁹ Carlton, Dennis W. y Fischel, Daniel R. “*The Regulation of Insider Trading*” (Stanford Law Review, Vol. 35, Estados Unidos, 1983) p. 857 y ss.

podría ser utilizado como un argumento válido que fundamente cualquier tipo de regulación en materia de *insider trading*.²⁰

²⁰ Padilla, Alexandre, “*Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?*” (The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol. 5, Nro. 1, Austria, 2002) p. 3-38.

iii. ***El insider trading no genera ningún perjuicio a los inversores no insiders***

Finalmente, como tercer argumento para sustentar su teoría en favor del *insider trading*, Manne afirma que el accionar de los *insiders* no genera ningún tipo de perjuicio a los inversores *no-insiders*, sean estos inversores de largo plazo o meros inversores especulativos.

Las fluctuaciones graduales en el precio de los valores por el accionar en el mercado de *insiders*, no afecta en absoluto al inversor de largo plazo. Este inversor, que conserva sus títulos en cartera por un tiempo considerable, contará con un valor que llegará, de una manera u otra, al mismo precio de cotización. En otras palabras, este inversor no especulativo contará con un valor que alcanzará su valor correcto de mercado, sea de una manera gradual por el accionar de *insiders* o de una manera más drástica tras la publicación de la información relevante que afecta el curso de cotización de los valores.

Todo ello acontece dado a que la actuación del *insider* se limita, generalmente, a un periodo de tiempo breve en el cual es factible explotar económicamente aquella información no pública, información que se divulgará al mercado con mayor o menor inmediatez. Las posiciones de acciones o bonos de un inversor de largo plazo suelen sobrevivir en el tiempo a ese periodo que comprende desde el momento en el que un *insider* comienza a operar hasta el momento en el que la información que motiva sus transacciones adquiere publicidad.

Tampoco la actuación de *insiders* perjudica a aquellos inversores especulativos. El inversor especulativo se encuentra en constante movimiento, comprando y vendiendo valores ante cualquier variación de precio que pueda beneficiarlo, procurando hacer líquida su rentabilidad en el corto plazo, ya sea para conservar el dinero en efectivo o para concretar otro tipo de inversión. El *insider trading* garantiza esa liquidez tan deseada por parte del inversor especulativo, quien se encontrará con varios inversores informados dispuestos a adquirir los títulos que este desee vender, y viceversa. En esta instancia, surge el planteo de si este inversor especulativo y no informado, podría haber vendido sus valores a un precio superior. Frente a este cuestionamiento, Manne considera que estar en posición de inversor-comprador o de inversor-vendedor, en el flujo de las transacciones de mercado de capitales, es una situación puramente fortuita; y cualquier eventual pérdida que pueda sufrir un inversor-vendedor (no

insider) es altamente compensada y superada por la ganancia que obtiene la compañía al revalorizar sus acciones en el mercado, como así también todos aquellos adquirentes de acciones que operan de forma contemporánea al inversor-comprador, cuenten o no con esa información material no pública.²¹

²¹ Manne, Henry G. “*Insider Trading and the Law Professors*” (The Collected Work of Henry G. Manne, Vol. 2 “Insider Trading”, Liberty Fund Inc., Estados Unidos, 2009) p. 314 y ss.

III. EL *INSIDER TRADING* EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ARGENTINO

i. La evolución normativa

En nuestro país se regula por primera vez la figura del *insider trading* en el año 1991. Mediante el dictado de la Resolución General Nro. 190/91 de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) (RG CNV Nro. 190/91), se incorpora al ordenamiento jurídico nacional este instituto que ya se encontraba asentado y desarrollado en los principales mercados de capitales mundiales, y que en el caso concreto de Estados Unidos (principal fuente del derecho comparado que toma nuestra legislación), su aplicación práctica e interpretación ya había generado un cúmulo de precedentes administrativos y jurisprudenciales.

En el marco de la Ley de Reforma del Estado, Ley Nro. 23.696, y la Ley de Emergencia Económica, Ley Nro. 26.397, el Poder Ejecutivo Nacional dicta el Decreto Nro. 2284/91 (ratificado por Ley Nro. 24.307), en cuyo artículo 80 faculta a la CNV a establecer los requisitos de información al que deban sujetarse las sociedades emisoras que hagan oferta pública de sus títulos valores, las personas autorizadas a intermediar en la oferta pública de títulos valores, sus administradores, gerentes, empleados y cualquier otra persona vinculada a ellas. Asimismo, el referido artículo expresamente menciona que la CNV tiene la potestad y obligación de reglamentar aquellas restricciones aplicables al uso de la información de las sociedades emisoras en transacciones con sus títulos valores. En otras palabras, el Poder Ejecutivo Nacional delega en la CNV la reglamentación del tratamiento y divulgación de toda información relevante propia de una emisora, como así también la determinación del alcance de la figura del *insider trading*.

Consecuentemente, en este contexto la CNV dicta la RG Nro. 190/91 titulada “*Defensa de la transparencia en el ámbito de la oferta público*”, destacando los siguientes argumentos de forma sucinta dentro de sus considerandos: (i) el afianzamiento de un mercado de capitales emergente; (ii) garantizar a los inversores y al público en general el acceso a información confiable y suficiente susceptible de afectar el curso de negociación de los títulos valores; (iii) la importancia del debido cumplimiento del deber de informar; (iv) la obtención de mercados

más transparentes; y (v) el impedimento de prácticas nocivas susceptibles de dañar la confianza del público inversor, como el uso de información privilegiada en beneficio propio o de terceros.

La RG CNV 190/91, cuenta con pocos artículos y se estructura en tres capítulos: (i) deber de informar; (ii) deber de guardar reserva; y (iii) prohibición de utilizar la información privilegiada en beneficio propio o de terceros. Como un primer esbozo sobre el cual se ha diseñado el régimen vigente, se establece la obligación de informar a la CNV por parte de los directores y síndicos de las sociedades emisoras, en forma veraz y suficiente, acerca de todo hecho o situación que por su importancia pudiese afectar el curso de negociación de los títulos valores de la emisora; imponiendo a todo director, síndico, gerente y demás personas vinculadas a la emisora (incluyendo también a aquellas personas que por su relación accidental o temporaria con la emisora acceden a cierta información privilegiada) la obligación de guardar reserva respecto de esa información durante el lapso de tiempo en que la misma se mantiene en el ámbito privado sin ser difundida a favor del público inversor en general.

En el artículo 13 de la RG CNV 190/91 se incorpora expresa y formalmente la figura del *insider trading*, en los siguientes términos: “*Las personas mencionadas en el artículo anterior – en referencia a aquellos sujetos sobre los cuales recae el deber de guardar reserva, es decir, los directores, administradores, gerentes generales, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, profesionales intervinientes y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o actividad tenga información privilegiada no pública de una sociedad emisora - no podrán valerse de la información reservada a que se refiere esa disposición 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*”. Seguidamente, en el artículo 14 se extiende la obligación de guardar reserva y la restricción del artículo 13, a todos aquellos sujetos que por su relación temporaria o accidental con la sociedad o con quienes se definen como *insiders* en tal artículo, pudieran haber accedido a información material no pública. Hasta aquí, y a diferencia de la legislación comparada, la gran omisión de la RG CNV 190/91 era la mención de los accionistas controlantes o con participaciones significativas, sobre quienes no pesaba este deber de guardar reserva y de abstenerse de operar en los mercados de valores haciendo uso de

información privilegiada no pública; situación que se revertiría con el dictado de la RG CNV 227/93.

La sanción que se contemplaba para toda aquella persona que violare la prohibición de utilizar información privilegiada en los términos del citado artículo 13, era la formación de un sumario administrativo por parte de la CNV para la determinación de aquellas sanciones administrativas que la entidad considerase conducentes conforme a su ámbito de competencia y facultades (art. 15), independientemente del reclamo de daños y perjuicios que todo damnificado podía promover ante el fuero civil (art. 18).

En esta primera aproximación y tratamiento normativo de la figura del *insider trading*, se definen ciertos elementos propios de esta figura y que luego se irán desarrollando a lo largo de la evolución normativa de este instituto. Primero, se define quienes son los sujetos alcanzados por esta prohibición; definición que la norma realiza en un sentido amplio y no taxativo ya que, en definitiva, esta prohibición alcanza a todo sujeto que por su actividad o profesión logra acceder a información privilegiada no pública. Segundo, la descripción de la conducta reprochable por la autoridad de contralor, consistente en la acción de valerse de información privilegiada, con la intención y/o con el resultado (situación no clara en el articulado de la norma) de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo. Tercero y último, el alcance del concepto “información privilegiada”, como toda aquella información respecto del desenvolvimiento o negocios de una sociedad sujeta al régimen de oferta pública que aún no haya sido divulgada públicamente al mercado y que sea capaz de influir de algún modo en el precio de sus títulos.

La RG CNV Nro. 190/91 fue modificada por algunas resoluciones posteriores, aprobándose un texto ordenado de la misma bajo el dictado de la RG CNV Nro. 227/93. En este texto ordenado, y luego de un par de años de vigencia del régimen informativo en el ámbito de la oferta pública, se profundizan algunas ideas y se da mayor contenido al sintético tratamiento del tema que confería la RG CNV Nro. 190/91. Puntualmente, en materia de *insider trading*, en el nuevo artículo 21 de esta resolución se reitera el anterior artículo 13 antes citado, pero con algunas diferencias en materia de sujetos alcanzados por la prohibición general de realizar transacciones bursátiles con información privilegiada. En esta oportunidad, y

siempre resaltando que la definición de sujetos alcanzados que brinda la norma continúa siendo amplia y no taxativa, expresamente se hace mención a los “accionistas controlantes”, y a aquellos sujetos que por su “posición o relación” pudiesen acceder a este tipo de información. La incorporación expresa del primer grupo de sujetos, accionistas controlantes, obedece a que, en términos generales, en nuestro mercado de capitales puede apreciarse que los accionistas controlantes directos o indirectos de las compañías emisoras son quienes conforman los órganos de administración y puestos gerenciales de la misma. Por otra parte, la incorporación del término “posición o relación”, hace alusión a que quedan comprendidos como *insiders* todos aquellos sujetos que por sus vínculos familiares y de amistad por ejemplo, acceden a información privilegiada.

Con posterioridad, se dictan dos resoluciones de la CNV que aprobaron los respectivos textos ordenados que regularon todas aquellas cuestiones propias del ámbito de la oferta pública: RG CNV 290/1997 y la RG CNV 368/2001; las cuales no introdujeron cambios sustanciales o de fondo en materia de *insider trading*.

Con fecha 1 de junio de 2001, entra en vigencia el Decreto 677/01 titulado “*Régimen de Transparencia de la Oferta Pública*” (“RTOP”), modificando varias cuestiones relativas a las sociedades que se encuentran dentro del régimen de oferta pública y poniendo el foco en la protección de accionistas minoritarios y del público inversor en general mediante la incorporación de mejores prácticas de gobierno corporativo. En materia de *insider trading*, el RTOP reitera la concepción y alcance de la figura tal como había sido contemplada en la normativa previa dictada por la CNV, salvo por la incorporación de la denominada “acción de recupero” y la “reparación por contemporaneidad”.

Siguiendo el esquema normativo norteamericano previsto en la sección 16.b de la *Securities & Exchange Act* de 1934, el artículo 33 del RTOP prescribe que los *insiders* deberán restituir a la compañía emisora todo diferencial de precio positivo obtenido y que sea proveniente de cualquier compra y venta o de cualquier venta y compra efectuadas dentro de un período seis meses, encontrándose la propia emisora con legitimación activa para promover esta acción como así también cualquier accionista si la propia compañía omitiera incoar la acción correspondiente o no lo hiciera dentro de los sesenta días de ser intimado a ello o no la

impulsara diligentemente después de tal intimación. Por su parte, el artículo 37 del RTOP introduce una nueva modalidad indemnizatoria en favor de los inversores damnificados por el accionar de *insiders*, estableciendo que estos serán responsables por el daño - hasta un monto que no podrá superar la ganancia obtenida o la pérdida evitada - causado a todas aquellas personas que contemporáneamente con la compra o venta de los valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza objeto de dicha violación, hayan comprado o vendido o que vieran afectado un derecho, renta o interés, como consecuencia o en ocasión de la violación de deberes aludida.

En lo material o de fondo, todas las disposiciones relativas al *insider trading* contempladas en el RTOP, luego son reiteradas por la Ley de Mercado de Capitales, Ley Nro. 26.831 (“LMC”), normativa que deroga y reemplaza al RTOP y que hoy constituye el marco normativo vigente en materia oferta pública y mercados bursátiles.

Ahora, durante varios años las sanciones administrativas, el resarcimiento de daños y perjuicios en el fuero civil y comercial y la acción de recupero establecida por el RTOP, representaban todo el esquema sancionatorio que podía recaer sobre el *insider*. Hasta que, mediante la sanción de la Ley 26.733 del año 2011, se incorpora el reproche penal. Así, el *insider trading* gana terreno en materia penal y se convierte en una acción típica, antijurídica y culpable, susceptible de ser penada, contemplada en nuestro Código Penal. En este sentido, bajó el título de “Delitos contra el Orden Económico y Financiero”, el artículo 307 del Código Penal, establece: “*Será reprimido con prisión de uno a cuatro años, multa equivalente al monto de la operación, e inhabilitación especial de hasta cinco 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*”.

En síntesis, actualmente la regulación nacional en materia de *insider trading*, en sentido estricto y sin hacer referencia a disposiciones de índoles societarias relacionada (ej. acción de responsabilidad promovida contra los miembros del órgano de administración), consiste en:

- (i) La prohibición general destinada a toda una nómina amplia de sujetos alcanzados (posibles *insiders*) de valerse de 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 (art. 117 de la LMC).
- (ii) Todo el peso sancionatorio administrativo, propio del ámbito y dentro de las facultades conferidas a la CNV, como por ejemplo la imposición de multas o apercibimientos (art. 132 de la LMC).
- (iii) La acción de recupero, como uno de los castigos administrativos que podría caberle al *insider* por operaciones realizadas en el corto plazo (art. 117 y 118 de la LMC).
- (iv) La reparación por contemporaneidad, por la cual el *insider* deberá indemnizar a toda contraparte en sus operaciones de compra-venta de valores en infracción a la prohibición fijada por el artículo 117 de la LMC (art. 125 a 128 de la LMC).
- (v) La conducta delictiva que forma parte de la categoría de los llamados “delitos de cuello blanco” (art. 307 del Código Penal).

En definitiva y tal como se evidenciara precedentemente, el esquema normativa nacional en materia de *insider trading*, siguiendo el modelo de varias jurisdicciones con mercados bursátiles desarrollados como Estados Unidos, se ha direccionado en un sentido completamente opuesto a la propuesta de Manne. Inclusive, no sólo se prohíbe el uso de información privilegiada para la concreción de operaciones de compra-venta de valores negociables, sino que también es una conducta tipificada en nuestro Código Penal, que podría acarrear la pena de prisión para el *insider*.

Corresponde ahora analizar los precedentes jurisprudenciales nacionales que se han presentado en materia de *insider trading*, para analizar la aplicación de toda esta normativa antes mencionada en ciertos casos concretos.

ii. El caso “Terrabusi”

Bajo la vigencia de la RG CNV 227/93, la CNV dictó la Resolución Particular Nro. 11.377 de fecha 11 de julio de 1996, por la cual sanciona con la imposición de multas a ciertos directores, accionistas y familiares de la compañía Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. (“Terrabusi”) por haber utilizado información privilegiada para realizar operaciones bursátiles con acciones de la compañía. Este fue el primer antecedente administrativo y judicial en materia de *insider trading*.

Hacia fines del año 1993, ciertos directores y accionistas de Terrabusi se encontraban negociando con Nabisco Investment S.A. (“Nabisco”) la venta de un paquete accionario de control de Terrabusi, suscribiéndose un acuerdo de entendimiento en el mes de diciembre de ese año. En este acuerdo, se estipulaba la cantidad de acciones que se venderían como así también el precio unitario de las mismas, fijado originalmente en la suma de \$5,80 por acción, y luego, en marzo de 1994, en \$6,50 por acción. Si bien, y en cumplimiento de la normativa vigente en esa época, la suscripción de este acuerdo había sido informado a la CNV y a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la compañía y sus directores nunca explicitaron el precio acordado por acción. En este contexto, ciertos directores y accionistas de Terrabusi, como así ciertos familiares de estos, vendieron acciones cuando el precio en el mercado superaba los \$5,80 primero, y luego los \$6,50; y compraron cuando el precio era inferior a esos precios. La CNV consideró que estas conductas violaban la prohibición contenida en el artículo 21 de la RG CNV 227/93, imponiendo multas a los sumariados.

Dentro de los argumentos vertidos en la Resolución Particular CNV Nro. 11.337, se destacan aquellos pasajes donde la CNV ratifica su visión moralista del *insider trading*, visión que se encuentra despojada de un mínimo grado de análisis económico. Así por ejemplo, bajo el título “Por qué es Nocivo el Insider Trading” (Sección 6.2 de la referida resolución), la CNV expresa: “*Que la información relevante y no pública pone en clara ventaja al que la posee, en desmedro de los restantes participantes en el mercado. Que esta ventaja puede beneficiar económicamente al que la utiliza, en perjuicio del público inversor, restándole transparencia y equidad a los mercados de capitales. Que tal perjuicio daña la confianza de los inversores, interfiriendo así con el propósito de los mercados de capitales, que es la canalización del ahorro público hacia el sector productivo de la economía*”. Según la perspectiva de Manne,

todos estos argumentos sobre los cuales la CNV se expide e impone multas, calificarían como argumentos carentes de toda veracidad. Principalmente, debido a que el *insider trading* no beneficia sólo al que hace uso de la información privilegiada. Tal como ha demostrado con su teoría, los beneficios del *insider trading* se expanden a un círculo mayor que excede al propio *insider*, al resultar una práctica ventajosa para los mercados (permite que los precios coticen a su valor correcto, garantizando mayor eficiencia en el mercado), para la compañía y sus accionistas (quienes, entre otras cuestiones explicitadas en la teoría de Manne, encontrarán en el *insider trading* una herramienta para mitigar el problema de agencia).

Los sumariados apelaron la Resolución Particular CNV Nro. 11.377 ante la Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, tribunal que confirmó la sanción impuesta por la CNV, ratificando los términos de la referida resolución. Por ello, los sancionados dedujeron recurso de apelación ordinario y extraordinario, que fue denegado; pero la Corte Suprema declaró admisible el recurso de queja deducido en relación con el extraordinario, dejando sin efecto el pronunciamiento y ordenando dictar un nuevo fallo, indicando que “*debe ser descalificado el fallo apelado con arreglo a la doctrina de la arbitrariedad de sentencias, pues al no tratar concretamente los agravios de los recurrentes carece de una decisiva fundamentación, lo que afecta gravemente la garantía del debido proceso (art. 18 de la Constitución Nacional)*”.²² Consecuentemente, la Sala D de la Cámara de Apelaciones en lo Comercial dictó un nuevo pronunciamiento y revocó la Resolución Particular CNV Nro. 11.377, cuestionando que la imposición de una sanción pudiera decidirse sobre la exclusiva base de presunciones: “*Una valoración en conjunta de esas pruebas (en referencia a las presunciones) no arroja, ciertamente, un resultado distinto: inexistente una prueba directa del ilícito, para aplicar una sanción con base en presunciones – si es que ello procediera, lo cual no descarto -, ellas deben ser graves, precisas y concordantes – lo cual supone cierta cantidad de presunciones. Según mi juicio, la concordancia de presunciones no graves e imprecisas, o la valoración global de ellas, arroja un resultado igualmente no grave e impreciso, esto es: un estado de insuperable duda, a partir de la cual no cabe sino revocar las sanciones impuestas por la CNV.*”²³

²² “Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. (Corte Suprema de Justicia de la Nación, 27/09/2001), RCyS 2002, 498.

²³ “Comisión Nac. De Valores c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.” (Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala D, 27/08/2002), LL 2003-B, p. 174.

Ante este nuevo fallo de Cámara, la CNV interpuso un recurso extraordinario, el cual fue concedido. Finalmente, la Corte Suprema, ratificando las conclusiones del Procurador Fiscal, revoca el pronunciamiento de la Cámara y confirma los términos de la Resolución Particular CNV Nro. 11.377.²⁴

En esta oportunidad, la Corte, además de negar el carácter penal y confiscatorio de las multas impuestas y de reafirmar el poder de policía de la CNV sobre la oferta pública de valores negociables, destacó que para determinar si un *insider* operó valiéndose de información privilegiada no pública es correcto valerse de presunciones, siendo innecesario corroborar los móviles psíquicos del *insider* para configurar esta conducta. En palabras de Edgar Jelonche, “*en tal ocasión, el dictamen de la Procuración General – al que se remitió el Alto Tribunal en su pronunciamiento – hizo una prolija y razonada elucidación de los hechos de la causa. Desestimó que se deba indagar en la recóndita intencionalidad de los enterados para determinar si han incurrido o no en las conductas sancionadas y dio valor a los datos objetivos y presunciones que emanen de sus comportamientos. En ello siguió la tendencia actual, que castiga a quien se halla obligado a guardar confidencialidad y opera para obtener un beneficio, conociendo o debiendo conocer que la información es significativa y no pública.*”²⁵

²⁴ “Comisión Nacional de Valores c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.” (Corte Suprema de Justicia de la Nación, 24/04/2007), RCyS 2007, 840.

²⁵ Jelonche, Edgard I., “*Las operaciones con información privilegiada en los mercados de valores*”, LL 2008-B, 882.

iii. El caso “Sociedad Comercial del Plata”

Luego del caso Terrabusi y después de más de 10 años, se presenta el segundo y último antecedente en materia de *insider trading* registrado a la fecha²⁶. Mediante el dictado de la Resolución Particular Nro. 15.125 de fecha 28 de julio de 2005, la CNV impuso la sanción de multa a la sociedad Solfina Sociedad Anónima de Inversiones y Fiannzas S.A. (“Solfina”) y a sus directores, por violar la prohibición relativa al *insider trading* en relación con títulos de la compañía Sociedad Comercial del Plata S.A. (“Sociedad Comercial del Plata”), compañía controlada por Solfina.

Los directores y asesores de Solfina, en conocimiento de la situación financiera de Sociedad Comercial del Plata, vendieron parte de la tenencia en la compañía días previos a que la misma *defaulteara* un pago de capital de una serie de Obligaciones Negociables emitidas en el mercado, situación que determinó una caída en la cotización de la especie cuando fue hecha pública. Entonces, resaltando las conclusiones en materia probatoria del caso “Terrabusi”, la CNV entendió que se había violado la prohibición contenida en la normativa vigente a esa época en materia de *insider trading*, resaltando que “*el elemento objetivo era la información privilegiada consistente en las circunstancias determinantes del incumplimiento de Sociedad Comercial del Plata en el pago de las Obligaciones Negociables el 13-4-99, y el momento en que éste se anunciaría, por tratarse de información concreta (que no se podía pagar en término), aún no pública (se comunicó recién el 13-4-99 por la mañana), susceptible de modificar la cotización de Sociedad Comercial del Plata.*”

La actuación de los *insiders* en este caso, importó un beneficio a Solfina consistente en la obtención de un precio mejor al que se registraría en plaza después del anuncio del incumplimiento; o, en otras palabras, la actuación de los *insiders* permitieron que Solfina atenúe las pérdidas que sufriría la valorización de su tenencia en Sociedad Comercial del Plata tras el *default* de las Obligaciones Negociables.

²⁶ Cabe advertir, que en el ámbito administrativo, la CNV ha iniciado dos actuaciones sumarias en material de *insider trading* que aún no han concluido: (i) Resolución de CNV de Apertura de Sumario Nro. 15.800, en el marco de las actuaciones “*Alpargatas S.A. s/ seguimiento posible venta de paquete accionario*” (Expte. 276/07); y (ii) Resolución de CNV de Apertura de Sumario Nro. 16.096, en el marco de las actuaciones “*Transportadora de Gas del Norte S.A. s/ negociación los días 10, 11 y 12 de diciembre de 2008*” (Expte. 89/09), por el cual se cuestiona la actuación de Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc. y la de su representante legal en Argentina.

Consecuentemente, los sumariados interpusieron un recurso de apelación que fue resuelto por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial Sala B con fecha 21 de diciembre de 2006, desestimando la apelación deducida y confirmando la Resolución Particular CNV Nro. 15.125. Por lo tanto, los sumariados presentaron un recurso extraordinario que fue denegado por la Cámara Nacional de Apelaciones en los Comercial Sala B con fecha 31 de mayo de 2007, y un posterior recurso de queja, que resultó asimismo desestimada por la Corte Suprema con fecha 4 de agosto de 2009.

III. CONCLUSIONES FINALES

El régimen normativo Argentino encara a la figura del *insider trading* desde una premisa falsa: el *insider trading* afecta la transparencia en el mercado, desalienta nuevas inversiones y perjudica a todos aquellos que participan en el mercado sin esa información privilegiada. En un sentido opuesto y siguiendo la línea de pensamiento de Manne, se ha comprobado que, en definitiva, el *insider trading* no sólo resulta beneficioso para el mercado garantizando que este alcance un grado mayor de eficiencia, sino que además no genera ningún perjuicio a inversores.

Los argumentos vertidos por la CNV y por nuestros tribunales (incluyendo la Corte Suprema) en el caso “Terrabusi” o en el caso “Sociedad Comercial del Plata”, ponen de manifiesto esta concepción estigmatizante y moralista del *insider trading*. En ninguno de estos precedentes se ha puesto el foco en el impacto real de la actuación de estos *insiders* en el mercado, y concretamente, si el accionar de estos ha generado algún perjuicio al mercado o a algún tercero. Claro está que tanto la tarea de la CNV como la de los jueces es interpretar una norma y su alcance, y que justamente el problema es de técnica legislativa. Pero esto no quita que los jueces comiencen a procurar enriquecer sus fallos a partir de un análisis económico del derecho, generando un ámbito de debate que podría conducir a replantearse la forma de encarar normativamente ciertas instituciones, como el caso del *insider trading*.

Por otro lado, hay una cuestión práctica que atenta contra el rigorismo de la regulación actual del *insider trading*. El regulador ha prohibido una actuación altamente difícil o imposible de detectar, controlar y probar (independientemente del valor de las presunciones como medio probatorio que impera en nuestro ordenamiento sobre esta materia). En concordancia con esto, Manne ha expresado: “*La información es uno de los commodities de más fácil transmisión. Es extremadamente difícil prevenir su rápida diseminación mientras ésta tiene un valor de intercambio. Cualquier intento de regular o controlar el mercado de la información se enfrenta con dos obstáculos. Primero, la dificultad de saber qué transacciones prevenir. Segundo, el trabajo de controlar aquellas transacciones que se hayan identificado*”.²⁷

²⁷ Manne, Henry G. “*Insider Trading and the Stock Market*” (The Free Press, New York, Estados Unidos, 1966) p.169

La CNV carece de capacidad técnica y recursos suficientes para detectar violaciones al artículo 117 de la LMC, para lo cual debería: (i) hacer un seguimiento constante y permanente de las fluctuaciones de precio de los valores de todas las compañías que se encuentran dentro del régimen de oferta pública, (ii) identificar por cada compañía emisora quienes podrían calificar como *insiders* según los términos de la LMC, con la dificultad mayor de identificar “personas interpuestas” o personas con alguna relación temporal con la emisora por motivo de su trabajo o profesión o “cualquier otra persona que, en razón de sus tareas tenga acceso a información privilegiada”; y (iii) analizar cada operación individual en cabeza de estos *insiders*, para detectar si se existe alguna conducta sospechosa a la luz de la prohibición del *insider trading*; con la complejidad que presenta el flujo de operaciones que se concretan en el mercado, incluyendo la existencia de operaciones de compra y venta que se perfeccionan en un mismo día o en cuestiones de horas o minutos. Esta dificultad técnica de detectar la actuación de *insiders* queda fácilmente comprobada por la casi inexistencia de antecedentes administrativos y judiciales en materia de *insider trading*, cuando estas operaciones seguramente se perfeccionen de forma asidua. Desde el año 1991, año en el cual se regula por primera vez el *insider trading*, a la fecha, el caso “Terrabusi” y el caso “Sociedad Comercial del Plata” constituyen toda la literatura jurisprudencial específica en la materia.

Por los motivos señalados en la teoría de Manne y por los argumentos vertidos en los párrafos precedentes, la prohibición general del *insider trading* no es el camino correcto que deba tomar el regulador. La alternativa adecuada sería librar a las propias compañías la gestión y regulación de este fenómeno, tal como propone Alexandre Padilla luego de concluir que los gobiernos nunca podrán prevenir el *insider trading*: “El hecho de que el gobierno no pueda efectivamente determinar operaciones de *insider trading*, no significa que el *insider trading* no deba ser regulado o que cualquier intento de prevenir el *insider trading* deba ser descartado. (...) La regulación del *insider trading* no debe originarse desde la cima (el gobierno) sino desde la base (las corporaciones y el mercado)”²⁸.

Empero, y para garantizar la tan deseada transparencia en el mercado, el regulador debiera limitarse a imponer a las emisoras dos obligaciones: (i) la inclusión en sus propios estatutos si permiten o prohíben el *insider trading* con sus valores, así cualquier inversor que

²⁸ Padilla, Alexandre, “Should the Government Regulate Insider Trading” (Journal of Libertarian Studies, Vol. 22, 2011) p. 394 y 395.

pretenda hacer alguna operación bursátil con valores de esa compañía conocerá de antemano cuales son las reglas de juego en relación con la información privilegiada; y (ii) el dictado de una política interna en la materia que deba contemplar ciertos contenidos mínimos, como por ejemplo: identificación de *insiders*, el control interno de operaciones y el régimen sancionatorio aplicable para el supuesto que se prohibiese el *insider trading* sea de forma permanente o de forma temporal. Esta situación permitirá que cada compañía y sus accionistas hagan su propia valorización del *insider trading*, permitiendo que aquellas que consideren especialmente sus ventajas económicas en cuanto a eficiencia del mercado y como método de compensación de directores y gerentes, permitan esta práctica.

Así, el *insider trading* pasaría de ser una figura bajo el ámbito exclusivo del poder público a convertirse en una cuestión privada sobre la cual la compañía y sus accionistas deberán arribar a un acuerdo de voluntades. En definitiva, esta propuesta regulatoria comulga con la idea de Robert W. MacGee, quien destacó que *“la información que obtiene el insider podría ser considerada de su propiedad, y por lo tanto, prevenir a los individuos de hacer uso de esta información, importaría privarlos de su derecho a la propiedad privada. Por este motivo, no habría necesidad de contar con ninguna regulación especial sobre insider trading, ya que normas claras en materia de contratos y propiedad privada deberían ser suficientes. Toda actividad de insiders que no viole ningún derecho de propiedad, debiera ser aceptable y lícita”*.²⁹

²⁹ McGee, Robert W., *“An Economic and Ethical Look at Insider Trading”* (*Insider Trading, Global Developments and Analysis*, Editado por Paul U. Ali y Greg. N. Gregoriou, CRC Press, Florida, Estados Unidos, 2009), p. 45.

BIBLIOGRAFÍA

- Bachelier, Louis, “*Theorie de la Speculation*” (Ed. Gauthiers-Villars, Francia, 1900).
- Bainbridge, Stephen M., “*The Law and Economics of Insider Trading: “A Comprehensive Primer”*” (Social Science Research Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277, 2001).
- Bainbridge, Stephen M., “*Securities Law: Insider Trading*” (Foundation Press, New York, 1999).
- Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers., “*Principles of corporate finance*” (McGraw-Hill, Boston, Estados Unidos, 2003).
- Carlton, Dennis W. y Fischel, Daniel R. “*The Regulation of Insider Trading*” (Stanford Law Review, Vol. 35, Estados Unidos, 1983).
- Cootner, Paul H., “*The Random Character of Stock Market Prices*” (Cambridge, Mass.: M.I.T. Press., Estados Unidos, 1964).
- Cornell, Bradford y Sirri, Erik R., “*The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading*” (The America Finance Association, Journal of Finance, Vol 47, Estados Unidos, 1992).
- Hazen, Thomas Lee, “*Securities Regulation in a nut shell*” (West Publishing Co., 10° Edición, Estados Unidos, 2009).
- Jelonche, Edgard I., “*Las operaciones con información privilegiada en los mercados de valores*”, LL 2008-B, 882.
- Kendall, Maurice G. “*The Analysis of Economic Time Series, Part I. Prices*” (Journal of the Royal Statistical Society 96, Reino Unido, 1953).
- Lambert, Thomas, “*A Middle Ground Position in the Insider Trading Debate*” (*Insider Trading, Global Developments and Analysis*, Editado por Paul U. Ali y Greg. N. Gregoriou, CRC Press, Florida, Estados Unidos, 2009).
- Leland, Hayne E., “*Insider Trading: Should It Be Prohibited?*” (The University of Chicago Press. Journal of Political Economy, Vol. 100, Nro. 4, Estados Unidos, 1992).
- Luchinsky, Rodrigo S., “*Algunas cuestiones relativas a la apreciación judicial del insider trading (a propósito del fallo de la CSJN en el caso “Terrabusi”)*” (Errepar, Doctrina Judicial y Societaria, Nro. 175, 2002).
- Luchinsky, Rodrigo S., “*El Sistema de Gobierno Societario*” (LexisNexis Argentina, Buenos Aires, 2006).
- Manne, Henry G. “*In defense of Insider Trading*” (The Collected Work of Henry G. Manne, Vol. 2 “*Insider Trading*”, Liberty Fund Inc., Estados Unidos, 2009).
- Manne, Henry G. “*Insider Trading and the Law Professors*” (The Collected Work of Henry G. Manne, Vo. 2 “*Insider Trading*”, Liberty Fund Inc., Estados Unidos, 2009).

- Manne, Henry G. “*Insider Trading and the Stock Market*” (The Free Press, New York, Estados Unidos, 1966).
- Manne, Henry G. “*Insider Trading: Hayek, Virtual Markets and the Dog that Did Not Bark*” (The Collected Work of Henry G. Manne, Vo. 2 “Insider Trading”, Liberty Fund Inc., Estados Unidos, 2009).
- McGee, Robert W., “*An Economic and Ethical Look at Insider Trading*” (*Insider Trading, Global Developments and Analysis*, Editado por Paul U. Alí y Greg. N. Gregoriou, CRC Press, Florida, Estados Unidos, 2009).
- Meulbroek, Lisa K. “*An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*” (The America Finance Association, Journal of Finance, Vol 47, Estados Unidos, 1992).
- Michael C. Jensen y Williams H. Meckling, “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*” (Journal of Financial Economics, Vol. 3, Nro.4, 1976).
- Padilla, Alexandre, “*Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?*” (The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol. 5, Nro. 1, Austria, 2002).
- Padilla, Alexandre, “*Should the Government Regulate Insider Trading?*” (Journal of Libertarian Studies, Vol. 22, 2011).
- Read, Colin, “*Market Inefficiencies and Inequities of Insider Trading – An Economic Analysis*” (*Insider Trading, Global Developments and Analysis*, Editado por Paul U. Alí y Greg. N. Gregoriou, CRC Press, Florida, Estados Unidos, 2009).
- Russo, Mariana S. y Fargosi, Horacio P., “*Consideraciones sobre las sanciones aplicables por la Comisión Nacional de Valores en materia de Insider Trading*”, LL 2007-D, 677.