



EL DERECHO

Diario de Doctrina y Jurisprudencia

Director:

Guillermo F. Peyrano

Consejo de Redacción:

Gabriel Fernando Limodio

Daniel Alejandro Herrera

Nelson G. A. Cossari

Martín J. Acevedo Miño

Insider Trading. La “no prohibición” como alternativa regulatoria

por IGNACIO MARTÍN MEGGIOLARO

Sumario: I. INTRODUCCIÓN. – II. LA TEORÍA DE MANNE. II.A. EL INSIDER TRADING COMO UNA HERRAMIENTA CORRECTIVA EN LOS MERCADOS BURSÁTILES. II.B. EL INSIDER TRADING COMO UN MECANISMO ADECUADO DE COMPENSACIÓN. II.C. EL INSIDER TRADING NO GENERA NINGÚN PERJUICIO A LOS INVERSORES NO INSIDERS. – III. EL INSIDER TRADING EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ARGENTINO. III.A. LA EVOLUCIÓN NORMATIVA. III.B. EL CASO “TERRABUSI”. III.C. EL CASO “SOCIEDAD COMERCIAL DEL PLATA”. – IV. CONCLUSIONES FINALES. – BIBLIOGRAFÍA.

I Introducción

La información es un bien preciado para todo aquel que compra o vende títulos valores 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, 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. Por un lado, con una visión netamente legal y principalmente moralista, se encuentra un sector doctrinario que se pronuncia en favor de su prohibición; esta es una posición mayoritaria que ha logrado imponerse en el plano legislativo. Por el otro, 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 reivindica las ventajas de valorar el *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 que el *insider trading* es una práctica deshonesto, contraria a la transparencia del mercado y fraudulenta, por lo cual constituye una práctica hasta penalmente reprochable.

El objeto del presente trabajo es cuestionar la política regulatoria que sanciona el *insider trading*, analizando la posición de la “no regulación” como alternativa. Para ello, recurriré a la teoría originada por HENRY G. MANNE en los 60 que sostiene que el *insider trading* es una práctica

NOTA DE REDACCIÓN: Sobre el tema ver, además, los siguientes trabajos publicados en EL DERECHO: *El deber de guardar reserva y la prohibición de utilizar información privilegiada en la oferta pública*, por JULIO C. OTAEGUI, ED, 177-29; *Pautas de la administración societaria. El rol de la buena fe, la lealtad y la debida diligencia*, por VANESA CLAUDIA RODRÍGUEZ, ED, 216-931; *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores: el fenómeno del insider trading*, por RITA CASTIGLIONI y MARIANA POLITI, ED, 223-53; *Transparencia en el mercado de capitales y protección al inversor*, por RAFAEL D. VÁSQUEZ, ED, 236-687; *Insider trading y el delito de violación de secretos*, por PABLO RICARDO PARRAL y MARCELA SUSANA SARTINI, ED, 244-525; *El valor de la información en las sociedades mercantiles. Confidencialidad y uso de información privilegiada*, por LORENA R. SCHNEIDER, ED, 259-593. Todos los artículos citados pueden consultarse en www.elderecho.com.ar.

bursátil que genera distintas ventajas desde el punto de vista económico y que, por lo tanto, no debería ser prohibida por el regulador.

II La teoría de Manne

Frente a un preponderante avance regulatorio tendiente a prohibir 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*⁽¹⁾, introdujo nuevos elementos en la discusión acerca de la regulación del *insider trading*, que originó una corriente de pensamiento que sostiene las ventajas de esta práctica en términos de eficiencia económica.

En oposición al contexto normativo y jurisprudencial que se presentaba en esa época en Estados Unidos⁽²⁾, MANNE aseguró que el *insider trading* beneficiaba tanto al público inversor como a la compañía emisora de los valores negociables. Primero, sostuvo que el *insider trading* garantizaba que el precio de cotización del título en el mercado alcance su precio eficiente o correcto, ya que esta práctica facilitaba que tal precio reflejara toda la información disponible y existente, fuera pública o no pública, de una forma más ágil y rápida. Segundo, destacó que el *insider trading* era un mecanismo adecuado para alinear los incentivos de principales y agentes y que servía como un método de compensación adecuado para directores o gerentes que, por sus funciones y cargos, contaban con la capacidad de generar este tipo de información. Tercero, el autor manifestó que el *insider trading* no generaba ningún tipo de daño o perjuicio a aquellos participantes de los mercados de valores que no se encontraban informados (*no insiders*).

Seguidamente, profundizaré sobre estos argumentos mencionados en el párrafo precedente, argumentos sobre los cuales MANNE concluyó que el *insider trading* no debería ser una práctica restringida por el regulador.

II.a. *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”,

(1) MANNE, HENRY G., *Insider Trading and the Stock Market*, New York, The Free Press, 1966.

(2) 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 pronunció 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 subespecie del fraude corporativo, con una identidad institucional propia y, por lo tanto, jurídicamente reprochable.

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. Cuanto más informados se encuentren sus participantes, menos riesgosa será su inversión. Cuanto más fluya la información en el mercado impactando en los precios, mayor nivel de eficiencia se presentará en ese mercado. Y cuanto 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.

Para 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 en la que opera la emisora e industrias relacionadas con su actividad, etc. Este tipo de información, que requiere un grado de análisis técnico, queda exenta del ámbito del *insider trading*. 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) que 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 ella.

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 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 de una compañía 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.

CONTENIDO

DOCTRINA

Insider Trading. La “no prohibición” como alternativa regulatoria, por Ignacio Martín Meggiolaro 1

JURISPRUDENCIA

COMERCIAL

Sociedad Irregular o de Hecho: Disolución de la sociedad: liquidación; normas aplicables; convenio de “cesión y venta”; efectos. **Cláusula Penal:** Precisión respecto del incumplimiento al que se encuentra sujeta; interpretación (CNCom., sala D, septiembre 20-2016)..... 6

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 comparar 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 comenzará 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 a la compra de títulos. En esta instancia, el precio de cotización de la acción se dispara, se incrementa más drásticamente y logra 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, por los cuales obtendrán 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”⁽³⁾. Los efectos que causa la existencia de información nueva en el mercado que aún no ha tomado publicidad, en un primer 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 otra parte, 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 empujadas, 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, lo que le confiere 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 que entre el precio mínimo y el precio máximo que alcanzará el título en el mercado habrá distintos inversores dispuestos a vender sus tenencias.

En esta instancia resulta necesario hacer referencia a la teoría de *random walk* esbozada, primero, por LOUIS BA-

CHELIER⁽⁴⁾ a principios de 1900 y luego desarrollada por MAURICE KENDALL⁽⁵⁾ y PAUL H. COOTNER⁽⁶⁾, 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, por lo cual es 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 del 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 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”⁽⁷⁾.

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, cabe 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, al servir 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 las posibles pérdidas o costos que esta práctica trae aparejados⁽⁸⁾.

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

(4) BACHELIER, LOUIS, *Théorie de la spéculation*, Gauthiers-Villars, 1900.

(5) KENDALL, MAURICE G., *The Analysis of Economic Time Series, Part I. Prices*, Reino Unido, Journal of the Royal Statistical Society 96, 1953.

(6) COOTNER, PAUL H., *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge, MIT Press, 1964.

(7) MANNE, HENRY G., *Insider Trading...*, cit., pág. 98.

(8) LELAND, HAYNE E., *Insider Trading: Should It Be Prohibited?*, The University of Chicago Press, Journal of Political Economy, 1992, vol. 100, n° 4, págs. 859/887.

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, lo que evidencia que esta práctica facilita que estos reflejen la información existente de forma casi inmediata⁽⁹⁾.

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, lo que generó 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⁽¹⁰⁾.

II.b. El *insider trading* como un mecanismo adecuado de compensación

En otra línea argumental, MANNE sostiene que el *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”) y que esto sirve 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 y reposa 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 su control (*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) realizar alguna actividad o servicio en su nombre, lo que implica necesariamente la existencia de una delegación de la facultad de tomar ciertas decisiones a favor del agente. Así, el agente no solo 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 muy preciado 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, lo que da 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, así como 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⁽¹¹⁾.

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

(9) MEULBROEK, LISA K., *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*, The America Finance Association, Journal of Finance, 1992, vol. 47, págs. 1661/1699.

(10) CORNELL, BRADFORD - SIRRI, ERIK R., *The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading*, The America Finance Association, Journal of Finance, 1992, vol. 47, págs. 1032/1059.

(11) JENSEN, MICHAEL C. - MECKLING, WILLIAMS H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n° 4, 1976, págs. 305/360.

innovadoras para generar mayor valor para la compañía y que, por lo tanto, no tiene tareas predeterminadas que cumplir como si fuese cualquier empleado.

En este sentido, MANNE descarta el salario, los bonos o gratificaciones extraordinarias y 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, al retenerlos y mantenerlos 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 emprendedor, etc. Por estos motivos, este tipo de compensación alentará el aporte de pequeñas innovaciones en lugar de aquellas innovaciones radicales y riesgosas que traerán grandes resultados para la compañía. Finalmente, 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 coleccionar 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 primeros 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, el propio accionar de este *insider* alentará un incremento en el precio de sus valores, continuando así con la lógica del mercado eficiente descripta en el punto II.a anterior.

Reafirmando la presente línea argumental de MANNE, DENNIS CARLTON y DANIEL FISCHER 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 basándose en la información que este haya generado, aumentando así su incentivo de impulsar y desarrollar más y valiosas innovaciones para la compañía⁽¹²⁾.

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 latentes en la relación accionistas-*management*. Para ello parte de una comparación de dos sistemas económicos: (i) un sistema de libre mercado en el que 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 y pierde 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 podría ser utilizado como un argumento válido que fundamente cualquier tipo de regulación en materia de *insider trading*⁽¹³⁾.

II.c. 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 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 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 sobre 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, así como también todos aquellos adquirentes de acciones que operan de forma contemporánea al inversor-comprador, cuenten o no con esa información material no pública⁽¹⁴⁾.

(13) PADILLA, ALEXANDRE, *Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?*, The Quarterly Journal of Austrian Economics, 2002, vol. 5, n° 1, págs. 3/38.

(14) MANNE, HENRY G., *Insider Trading and the Law Professors*, en *The Collected Work of Henry G. Manne*, Liberty Fund Inc., 2009, vol. 2, "Insider Trading", pág. 314 y sigs.

FONDO EDITORIAL

NUEVOS TÍTULOS

Colección "Código Civil y Comercial de la Nación"

Directores

DR. GABRIEL F. LIMODIO
DR. GUILLERMO F. PEYRANO

"Concebida con rigurosa metodología y un criterio práctico, procurando brindar un instrumento de consulta ágil que armonice la preocupación científica con la problemática que plantea diariamente la actividad profesional, ante la reforma más importante del Derecho Privado argentino desde la sanción del Código Civil de Vélez Sarsfield".

•••



URSULA C. BASSET
ELIANA GONZÁLEZ
COLECCIÓN CÓDIGO CIVIL
Y COMERCIAL DE LA NACIÓN

Régimen patrimonial del matrimonio

ISBN 978-987-3790-36-2
262 páginas

•••

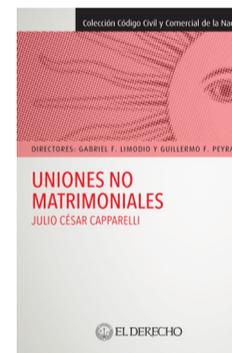


CECILIA CABRERA DE GARIBOLDI
ANA ORTELLI
COLECCIÓN CÓDIGO CIVIL
Y COMERCIAL DE LA NACIÓN

Derecho sucesorio

ISBN 978-987-3790-36-3
362 páginas

•••



JULIO CÉSAR CAPPARELLI
COLECCIÓN CÓDIGO CIVIL
Y COMERCIAL DE LA NACIÓN

Uniones no matrimoniales

ISBN 978-987-3790-38-6
192 páginas

•••



EDUARDO C. MÉNDEZ SIERRA
COLECCIÓN CÓDIGO CIVIL
Y COMERCIAL DE LA NACIÓN

Obligaciones dinerarias

ISBN 978-987-3790-34-8
285 páginas

Venta telefónica: (11) 4371-2004
Compra online: ventas@elderecho.com.ar
www.elderecho.com.ar

(12) CARLTON, DENNIS W. - FISCHER, DANIEL R., *The Regulation of Insider Trading*, Stanford Law Review, 1983, vol. 35, pág. 857 y sigs.

III El *insider trading* en el ordenamiento jurídico argentino

III.a. 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 190/91 de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) (RG CNV 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 de 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 23.696, y la Ley de Emergencia Económica, ley 26.397, el Poder Ejecutivo Nacional dicta el decreto 2284/91 (ratificado por ley 24.307), en cuyo art. 80 faculta a la CNV a establecer los requisitos de información a los 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 la divulgación de toda información relevante propia de una emisora, así como también la determinación del alcance de la figura del *insider trading*.

En este contexto la CNV dictó la RG 190/91, titulada “Defensa de la transparencia en el ámbito de la oferta pública”, la cual contaba con pocos artículos y se estructuraba 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 estableció 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 y se impuso 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 esta se mantiene en el ámbito privado sin ser difundida a favor del público inversor en general.

En el art. 13 de la RG CNV 190/91 se incorporó 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 art. 14 se extendió la obligación de guardar reserva y la restricción del art. 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 expresa 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 art. 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 del *insider trading*, se definen ciertos elementos propios de esta figura, los cuales se irán desarrollando a lo largo de la evolución normativa de este instituto. Primero, se define quiénes 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 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 190/91 fue modificada por algunas resoluciones posteriores, al aprobarse el texto ordenado de esta bajo el dictado de la RG CNV 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 profundizaron algunas ideas y se dio mayor contenido al sintético tratamiento del tema que confería la RG CNV 190/91. Puntualmente, en materia de *insider trading*, en el nuevo art. 21 de esta resolución se reitera el anterior art. 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 estas. 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 dictaron 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 1º de junio de 2001 entró en vigencia el decreto 677/01, titulado “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública” (“RTOP”), que modificó 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 reiteró la concepción y el 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 estadounidense previsto en la sección 16.b de la Securities & Exchange Act de 1934, el art. 33 del RTOP estableció que los *insiders* deberían 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, al encontrarse la propia emisora con legitimación activa para promover esta acción, así como también cualquier accionista si la propia compañía omitiera incoar la acción correspondiente o no lo hiciera dentro de los sesenta días de ser intimada a ello o no la impulsara diligentemente después de tal intimación. Por su parte, el art. 37 del RTOP introdujo una nueva modali-

dad indemnizatoria en favor de los inversores damnificados por el accionar de *insiders*, al establecer 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 26.831 (“LMC”), normativa que deroga y reemplaza al RTOP y que hoy constituye el marco normativo vigente en materia de oferta pública y mercados bursátiles.

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 incorporó el reproche penal. Así, el *insider trading* ganó terreno en materia penal y se convirtió en una acción típica, antijurídica y culpable, susceptible de ser penada, contemplada en nuestro Código Penal. En este sentido, bajo el título de “Delitos contra el Orden Económico y Financiero”, el art. 307 del cód. 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 índole societaria relacionadas (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, 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, LMC).

(iii) La acción de recupero, como uno de los castigos administrativos que podría caberle al *insider* por operaciones realizadas en el corto plazo (arts. 117 y 118, LMC).

(iv) La reparación por contemporaneidad, por la cual el *insider* deberá indemnizar a toda contraparte en sus operaciones de compraventa de valores en infracción a la prohibición fijada por el art. 117 de la LMC (arts. 125 a 128, LMC).

(v) La conducta delictiva que forma parte de la categoría de los llamados “delitos de cuello blanco” (art. 307, cód. penal).

En definitiva, y tal como se evidenciara precedentemente, el esquema normativo 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 solo se prohíbe el uso de información privilegiada para la concreción de operaciones de compraventa 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 repasar 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.

III.b. El caso “Terrabusi”

Bajo la vigencia de la RG 227/93, la CNV dictó la resolución particular 11.377 de fecha 11 de julio de 1996, por la cual sancionó 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, por el cual se suscribió un acuerdo de entendimiento en el mes de diciembre de ese año. En este acuerdo se estipulaba la cantidad de acciones que se venderían, así como también su precio unitario, 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 informada 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, así como 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 art. 21 de la RG CNV 227/93 e impuso multas a los sumariados.

Dentro de los argumentos vertidos en la resolución particular CNV 11.337, se destacan aquellos pasajes en los que la CNV ratifica su visión moralista del *insider trading*. 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 solo 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 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)”⁽¹⁵⁾. Consecuentemente, la sala D de la Cámara de Apelaciones en lo Comercial dictó un nuevo pronunciamiento y revocó la resolución particular CNV 11.377, cuestionando que la imposición de una sanción pudiera decidirse sobre la exclusiva base de presunciones: “Una valoración en conjunto 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”⁽¹⁶⁾.

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, revocó el pronunciamiento de la Cámara y confirmó los términos de la resolución particular CNV 11.377⁽¹⁷⁾.

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, por lo que es 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”⁽¹⁸⁾.

III.c. 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 fecha⁽¹⁹⁾. Mediante el dictado de la resolución particular 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 Finanzas 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 esta *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* permitió que Solfina atenuara las pérdidas que sufriría la valorización de su tenencia en Sociedad Comercial del Plata tras el *default* de las obligaciones negociables.

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 15.125. Por lo tanto, los sumariados presentaron un recurso extraordi-

(16) “Comisión Nac. de Valores c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.” (CNCom., sala D, 27-8-02), LL, 2003-B-174.

(17) “Comisión Nacional de Valores c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.” (CS, 24-4-07), RCyS, 2007, 840.

(18) JELONCHE, EDGAR I., *Las operaciones con información privilegiada en los mercados de valores*, LL, 2008-B-882.

(19) 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 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 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.

(15) “Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.” (CS, 27-9-01), ED, 196-398; RCyS, 2002, 498.

FONDO EDITORIAL

Novedades



DANIEL BAUTISTA GUFFANTI

OBLIGACIONES
Sobre los derechos
de acreedores y deudores

ISBN 978-987-3790-3-4
675 páginas

Venta telefónica: (11) 4371-2004
Compra online: ventas@elderecho.com.ar
www.elderecho.com.ar

nario que fue denegado por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, sala B, con fecha 31 de mayo de 2007, y un posterior recurso de queja que resultó, asimismo, desestimado por la Corte Suprema con fecha 4 de agosto de 2009.

IV Conclusiones finales

Bajo la perspectiva de MANNE, el régimen normativo argentino encargaría la figura del *insider trading* partiendo de 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.

Más allá de cualquier debate que pueda plantearse acerca de la teoría de MANNE, sus puntos fuertes y débiles y su vigencia en un mundo que ha sobrepasado sucesos posteriores como los casos de fraude corporativo de Enron y Worldcom, los argumentos vertidos por el legislador, el regulador y nuestros tribunales al momento de analizar la figura del *insider trading* evidencian que nuestra práctica jurídica se encuentra distante de cualquier aproximación económica al momento de analizar estos institutos. Así, en ninguno de los precedentes antes mencionados 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.

Por otra parte, hay una cuestión práctica que atenta contra el rigorismo de la regulación actual del *insider trading*. La norma 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”⁽²⁰⁾.

Cualquier regulador incurriría en altísimos costos de monitoreo para detectar el accionar de *insiders*, para lo cual deberían: (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 quiénes 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 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.

(20) MANNE, HENRY G., *Insider Trading...*, cit., pág. 169.

En nuestro país, 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. En esta línea, ALEXANDRE PADILLA, luego de concluir que los gobiernos nunca podrán prevenir el *insider trading*, destaca: “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)”⁽²¹⁾.

Por los motivos señalados en la teoría de MANNE y por los argumentos vertidos en los párrafos precedentes, replantear la regulación de la figura del *insider trading* con distintos elementos propios del análisis económico del derecho es una alternativa que al menos debiera debatirse. Así, plantearse cuestiones tales como qué pasaría si se librara a las propias compañías la gestión y regulación de este fenómeno, o qué sucedería si la norma delegase en el ámbito privado y contractual la prohibición o permisión del *insider trading* estableciendo cada emisora su propia regulación en esta materia, podrían ser disparadores para restablecer las bases sobre las cuales se podría abordar una regulación eficiente del *insider trading*.

Bibliografía

- BACHELIER, LOUIS, *Théorie de la spéculation*, Francia, Gauthiers-Villars, 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.
- *Securities Law: Insider Trading*, New York, Foundation Press, 1999.
- BREALEY, RICHARD A. - MYERS, STEWART C., *Principles of Corporate Finance*, Boston, McGraw-Hill, 2003.
- CARLTON, DENNIS W. - FISCHER, DANIEL R., *The Regulation of Insider Trading*, Stanford Law Review, vol. 35, 1983.
- COOTNER, PAUL H., *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge, MIT Press, 1964.
- CORNELL, BRADFORD - SIRRI, ERIK R., *The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading*, The America Finance Association, Journal of Finance, vol. 47, 1992.
- HAZEN, THOMAS L., *Securities Regulation in a Nutshell*, 10ª ed., Estados Unidos, West Publishing Co., 2009.
- JELONCHE, EDGARD I., *Las operaciones con información privilegiada en los mercados de valores*, LL, 2008-B-882.
- JENSEN, MICHAEL C. - MECKLING, WILLIAMS H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, nro. 4, 1976.
- KENDALL, MAURICE G., *The Analysis of Economic Time Series, Part I. Prices*, Journal of the Royal Statistical Society 96, 1953.
- LAMBERT, THOMAS, *A Middle Ground Position in the Insider Trading Debate: Deregulate the Sell Side*, en *Insider Trading: Global Developments and Analysis*, Florida, editado por Paul U. Alí y Greg. N. Gregoriou, CRC Press, 2009.
- LELAND, HAYNE E., *Insider Trading: Should It Be Prohibited?*, The University of Chicago Press, Journal of Political Economy, 1992, vol. 100, nro. 4.
- LUCHINSKY, RODRIGO S., *Algunas cuestiones relativas a la apreciación judicial del insider trading (a propósito del fallo de la CSJN en el caso “Terrabusi”)*, Doctrina Judicial y Societaria, nro. 175, Errepar, 2002.
- *El sistema de gobierno societario*, Buenos Aires, LexisNexis, 2006.
- MANNE, HENRY G., *In defense of Insider Trading*, en *The Collected Work of Henry G. Manne*, vol. 2 “Insider Trading”, Liberty Fund Inc., 2009.
- *Insider Trading and the Law Professors*, en *The Collected Work of Henry G. Manne*, vol. 2 “Insider Trading”, Liberty Fund Inc., 2009.
- *Insider Trading and the Stock Market*, New York, The Free Press, 1966.

(21) PADILLA, ALEXANDRE, *Should the Government Regulate Insider Trading?*, Journal of Libertarian Studies, 2011, vol. 22, págs. 394 y 395.

– *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets and the Dog that Did Not Bark*, en *The Collected Work of Henry G. Manne*, vol. 2 “Insider Trading”, Liberty Fund Inc., 2009.

MCGEE, ROBERT W., *An Economic and Ethical Look at Insider Trading*, en *Insider Trading: Global Developments and Analysis*, Florida, editado por Paul U. Alí y Greg. N. Gregoriou, CRC Press, 2009.

MEULBROEK, LISA K., *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*, The America Finance Association, Journal of Finance, vol. 47, 1992.

PADILLA, ALEXANDRE, *Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?*, The Quarterly Journal of Austrian Economics, vol. 5, n° 1, 2002.

– *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*, en *Insider Trading: Global Developments and Analysis*, Florida, editado por Paul U. Alí y Greg. N. Gregoriou, CRC Press, 2009.

RUSSO, MARIANA S. - FARGOSI, HORACIO P., *Consideraciones sobre las sanciones aplicables por la Comisión Nacional de Valores en materia de Insider Trading*, LL, 2007-D-677.

VOCES: EMPRESAS - TÍTULOS VALORES - BOLSAS Y MERCADOS - SOCIEDADES - SOCIEDADES COMERCIALES - ABUSO DEL DERECHO

JURISPRUDENCIA

Sociedad Irregular o de Hecho:

Disolución de la sociedad: liquidación; normas aplicables; convenio de “cesión y venta”; efectos. **Cláusula Penal:** Precisión respecto del incumplimiento al que se encuentra sujeta; interpretación.

1 – *Aun tratándose de una sociedad irregular (aquí, de hecho), el grado de sustancial informalidad en el que navegan las sociedades previstas en la sección IV del capítulo I de la LSC pierde su operatividad cuando la ley les impone que los trámites de liquidación deben realizarse conforme las normas generales que se aplican a toda sociedad regular. No hay liquidación irregular.*

2 – *Si bien la obligación de liquidar la sociedad irregular no figuraba explícita en el convenio de “cesión y venta”, al ser declarada disuelta, el socio que quedó a cargo debió instar los trámites para liquidar el ente. Máxime cuando asumió mantener indemne al socio excluido.*

3 – *Si no se puede determinar con exactitud y certeza si una cláusula penal alcanza un caso o no, debe entenderse que no lo hace.*

4 – *Por tratarse de una sanción, la aplicación de la cláusula penal debe estar precisada en forma clara, comprensible e inquestionable respecto del incumplimiento al que se encuentra sujeta. Y aquí la obligación del demandado de disolver el ente no fue precisada convencionalmente. Tal omisión no resulta excusable, pues las partes contaron con auxilio profesional para la concreción de aquel negocio, lo cual, obviamente, incluía su instrumentación. Al no ser aplicable, en la hipótesis invocada, la referida cláusula penal, debió el actor acreditar el daño concreto que le fue provocado y, de seguido, las consecuencias económicas que ello le pudo haber generado.*

5 – *Aun cuando en el caso el demandado no cumplió con la manda legal de liquidar el ente, tal desatención no puede ser sancionada mediante la cláusula penal concertada, pues ella fue prevista para otras hipótesis explícitas en el contrato. M.R.P.*

59.310 – CNCCom., sala D, septiembre 20-2016. – S., C. M. c. M., M. M. s/ordinario.

En Buenos Aires, a 20 días del mes de septiembre de 2016, reúnen los Señores Jueces de la Sala D de la Excelentísima Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial de la Capital Federal –en la cual se halla vacante la vocalía N° 12– con el autorizante, para dictar sentencia en la causa “S., C. M. contra M., M. M. sobre ordinario”, registro n° 48476/2010/CA1, procedente del Juzgado N° 5 del fuero (Secretaría N° 9), en los cuales, como consecuencia del sorteo practicado de acuerdo con lo previsto por el art. 268 del Código Procesal, resultó que debían votar en el siguiente orden, Doctores: Dieuzeide, Vassallo y Heredia.

Estudiados los autos la Cámara planteó la siguiente cuestión a resolver:

¿Es arreglada a derecho la sentencia apelada?

A la cuestión propuesta, el señor Juez de Cámara, doctor *Gerardo G. Vassallo* dijo:

I. La presente causa fue sorteada al juez Juan José Dieuzeide para que la votara en primer lugar (art. 268 del Código Procesal).

El citado magistrado se acogió a los beneficios de la jubilación el pasado 1° de mayo, sin haber pronunciado su voto.

En esas condiciones, habiéndose producido una situación de vacancia, el suscripto asume el dictado de la primera ponencia de conformidad con lo previsto en el art. 109 del Reglamento para la Justicia Nacional.

II. La sentencia de primera instancia (fs. 425/437) admitió parcialmente la demanda promovida por el señor C. M. S. contra el M. M. M. y condenó a este último a abonar, sensiblemente morigerada, la cláusula penal establecida en el convenio suscripto por las partes el 22 de abril de 2008 y su prórroga del 30 de junio de aquel año. Rechazó el reclamo económico relativo a honorarios de un profesional letrado.

Para así disponerlo, el señor Juez *a quo* entendió que el señor M. había incumplido su obligación de liquidar en noventa días la sociedad de hecho que había constituido con el aquí actor. Desatención que había vuelto operativa la cláusula penal pactada. Sin embargo, al entender que su aplicación mecánica arrojaba una suma irrazonable, dispuso que aquel guarismo sea reducido al *quantum* de lo que resultó ser el monto de condena.

Las costas fueron distribuidas en un 70 % a cargo del demandado y el porcentual restante en cabeza del actor.

Ambas partes apelaron el fallo.

El demandado por haber sido condenado a abonar la suma de US\$50.000. En prieta síntesis alegó que, ni el convenio ni su prórroga le imponían la obligación de liquidar la empresa en el plazo indicado (90 días), el cual sólo había sido dispuesto para otorgar la escritura traslativa de dominio del inmueble que también era transferido.

El actor limitó su agravio a la decisión sobre costas.

III. El estudio de sendos recursos requiere, para un mejor desarrollo argumentativo, una breve descripción del contenido de la litis y luego de la plataforma fáctica que hoy encontramos en este estadio procesal.

En su escrito de demanda (fs. 48/50) el señor C. M. S. dijo haber suscripto con el aquí demandado un contrato por el cual este último cedió su parte ideal en una sociedad de hecho que conformaba con M. (“P. T. SH”), y la venta de la porción que le pertenecía del inmueble donde aquel ente cumplía su giro comercial.

Fue estipulado un precio de US\$45.000 que debía ser oablado dentro de los 90 días del convenio.

A su vez los firmantes allí acordaron la disolución de la sociedad a partir de la firma del contrato; y que el señor M. se haría cargo de los pasivos sociales como de todo gasto, sellado y honorario que resultaran necesarios para “... la transferencia, cesión, disolución y venta de la sociedad y el inmueble...”.

En definitiva, haciendo excepción de dos pleitos que expresamente identificaron, el señor M. se comprometió a mantener indemne al señor S. de todo reclamo derivado de la sociedad como de los gastos para su transmisión.

Frente a este acuerdo, el actor dijo incumplido por su contrario: a) la obligación contractual de liquidar la sociedad cometido que, según su posición, debió cumplir en un plazo de 90 días, luego prorrogado por 30 días más; y b) no haberlo mantenido indemne de todo reclamo derivado de la sociedad disuelta, pues S. dijo haber abonado honorarios profesionales por un reclamo laboral.

De su lado el señor M. entendió impertinente tal reclamo al sostener que el plazo de 90 días fue fijado a los fines de cumplir su obligación principal que no era otra que la “... de abonar la suma acordada en el contrato...”. Descartó así que ese tiempo hubiera sido acordado para proceder a la liquidación de la sociedad.

Y limitó sus obligaciones contractuales a 1) pagar la suma estipulada como contraprestación por la cesión de su parte ideal en el ente y la venta del inmueble; y 2) afrontar los pasivos que hubiere en la sociedad al momento de la firma, así como los que se devengaren en el futuro.

Justificó la continuación de la actividad social denunciada por su contraparte, en una intimación cursada por la AFIP al tiempo de oponerse a la transferencia del fondo de

comercio a una sociedad regular, lo que la obligó a someterse a un plan de facilidades.

Como ya relaté, la sentencia entendió que el plazo fijado en el contrato también abarcaba la liquidación de la sociedad. Y en tanto la misma no había sido concluida, procedía aplicar la cláusula penal, tal como lo reclamó el señor S. De todos modos al cuantificar la condena, entendió prudente reducir su monto a una suma que estimó razonable.

Rechazó el reclamo con causa en los presuntos honorarios profesionales abonados, aspecto que no fue materia de agravios.

A tenor de lo hasta aquí relatado, no pende discusión entre las partes en cuanto a que a) ambas partes reconocieron haber integrado en su momento la sociedad de hecho “P. T. SH”; b) haber firmado el “convenio de cesión y venta”, acompañado por el actor con su demanda, por el cual S. le cedía a M. su parte en la referida sociedad y su porción dominial del inmueble de la calle Catrilo; y c) haber suscripto la prórroga del 30 de julio de 2008.

Si bien nada dijeron al integrar la litis, no ha sido planteada discusión alguna respecto del pago del precio de la “cesión y venta”, como de la efectiva tradición del inmueble.

IV. El tenor de los agravios planteados impone, como orden lógico del discurso que sigue, comenzar por el recurso propuesto por el señor M. Es que no sólo ataca la decisión principal del fallo, sino que un eventual progreso del mismo podría influir decisivamente en la vigencia del planteado por el señor S.

a) *Recurso deducido por el señor M. M.*

Los agravios propuestos por el aquí apelante se apoyan, sustancialmente, en una diversa interpretación del contrato, particularmente en lo que hace a los alcances de la cláusula penal y la situación en que esta puede ser aplicada.

Como se advierte, el señor M. postula una diferente interpretación del contrato al que realizó el sentenciante, lo cual obliga al suscripto a evaluar este punto.

Reiteradamente se ha dicho que, la primera fuente de interpretación contractual es el texto elegido, o sea, las palabras del contrato. Ello es así porque, como lo ha señalado la Corte Suprema de Justicia de la Nación, cuando los términos o expresiones empleados en un contrato son claros y terminantes, sólo cabe limitarse a su aplicación, sin que resulte necesaria una labor hermenéutica adicional (conf. CSJN, 27/12/96, “Kerestegian de Mamprelan, Marietta c/ Kerestegian, Nazaret s/escrituración”, Fallos 319:3395; íd. 19/8/99, “Francisco Sguera SA. c/ Estado Nacional - Dirección Nacional de Transportes Marítimos y Fluviales s/cumplimiento de contrato”, Fallos 322:1546; íd. 6/3/01, “Punte, Roberto Antonio c/ Neuquén, Provincia del s/cumplimiento de contrato”, Fallos 324:606).

Es que si las partes tienen el poder de hacer nacer mediante las palabras los efectos jurídicos que a ellas corresponden, porque el fin económico que se desprende de las palabras es precisamente el que el derecho ampara, el contenido de todo negocio jurídico –la obligación de efectuar una prestación determinada– necesariamente tendrá que depender del significado gramatical de las palabras empleadas (conf. Danz, E., *La interpretación de los negocios jurídicos*, Librería General de Victoriano Suárez, Madrid, 1926, p. 154). De tal suerte, cuando las cláusulas son claras, expresas, inequívocas, debe entenderse que traducen la voluntad de las partes, y los jueces no pueden, en principio, rechazar su aplicación (conf. Mosset Iturraspe, J., *Teoría General del Contrato*, Santa Fe, 1970, p. 325; CNCom., Sala D, 28/5/2010, “SPF y Asociados S.A. c/ Banco Supervielle Societé Générale S.A. s/ordinario”; íd., 27.3.2012, “LC Acción Producciones S.A. c/ Arte Radiotelevisivo Argentino S.A. –ARTEAR– s/ordinario”, LL 2012-B-587, cita online: AR/JUR/5084/2012; DJ 05/09/2012, 18 con nota de Félix A. Trigo Represas).

En otras palabras, corresponde aplicar lisa y llanamente las previsiones contractuales cuando éstas son claras y precisas –es decir, no existiendo ambigüedad en los términos empleados– sin efectuar una labor hermenéutica adicional ni recurrir a otras pautas interpretativas, por aplicación del principio de buena fe contractual (CSJN, LL 2001-D-301) (Müller, Enrique C., *Interpretación Literal y Contextual*, RDPC, 2006-3, p. 44 y 45; en el mismo sentido, Zavala Rodríguez C. J., *Código de Comercio y leyes*

complementarias –comentados y concordados–, Tomo I, página 252, Buenos Aires, 1964; Malagarriga C., *Tratado Elemental de Derecho Comercial*, Tomo II primera parte, página 5, Buenos Aires, 1951; Segovia L., *Código de Comercio*, T. I página 258, nota 795, Félix Lajouane, Editor, Buenos Aires, 1892; Rouillon A., *Código de Comercio, Comentado y Anotado*, T. I, página 455) (voto del Dr. Heredia en CNCom. D, 4.8.2011, “Galerías Pacífico S.A. c/ Village Cinema S.A. s/ Ordinario”, ED 30/05/2012, 3; LL, cita online: AR/JUR/54217/2011).

Tanto el “convenio de cesión y venta” del 22.4.2008 (fs. 4/6), como su prórroga del 30.6.2008 (fs. 8), sobre cuya autenticidad no existen dudas, instrumentaron la cesión del actor al demandado de su parte ideal en la sociedad de hecho que hasta allí conformaban (“P. T. SH”), como la venta por parte de S. del porcentaje del inmueble del que era titular.

No parecen existir dudas en el caso, cuanto menos ello no ha sido siquiera invocado, que cada uno de los aquí litigantes integraban aquella sociedad en un 50 % y con igual porcentual eran dueños del inmueble de la calle Catrilo. También entiendo evidente, conforme la letra del convenio inicial, que la intención de ambas partes era concluir tal vínculo societario para lo cual, a) consideraron disuelta la sociedad de hecho en tal momento (cláusula quinta); b) con la cesión, quedó M. como único socio del ente (ahora en liquidación); c) en cuanto al activo social, se convino la venta de la porción de S. a M., sino que aquél junto con su hijo, se comprometió a firmar todos los documentos necesarios para transferir el fondo de comercio a una sociedad regular (“P. T. S.R.L.”; cláusula tercera de la prórroga); d) el señor S., luego de declarar junto con M. la disolución de la sociedad, se obligó a dejar de concurrir a su sede diariamente, y a dar de baja su firma en las cuentas bancarias de la empresa (cláusula quinta); e) en el mismo artículo declaró no tener derecho a retiro de ganancias ulteriores; f) de su lado M. se obligó a hacerse cargo de todo el pasivo social, y de todos los gastos (“gastos, sellados y honorarios”) que insumiera la “transferencia, cesión, disolución y venta de la sociedad y el inmueble...”, compromiso en el que también incluyó honorarios de letrados, escribano y gestores (cláusula segunda). A modo de excepción, excluyeron de este compromiso las contingencias de dos pleitos judiciales respecto de los cuales sostuvieron compartirían su resultado.

Una comprensión integral de lo convenido me lleva a concluir que la intención de las partes fue disolver la sociedad que formaban. Y para ello no sólo así lo declararon sino que planificaron cómo se haría la liquidación.

En este punto S., por una suma de dinero, cedió a M. toda su parte ideal en el ente, y transmitió los bienes de su titularidad que habían sido aportados a la empresa. Como contrapartida, M. asumió todos los costos de la liquidación y, particularmente el pasivo social, otorgando indemnidad a su exsocio respecto de ocasionales reclamos que pudieren realizar los eventuales acreedores del ente.

Debe recordarse aquí que, conforme lo disponía el derogado artículo 22, tercer párrafo de la ley 19.550, aplicable al tiempo del convenio, cualquiera de los socios de una sociedad no constituida regularmente puede exigir la disolución, la cual opera con la notificación fehaciente del socio que así lo requiere, a los demás integrantes del ente (principio mantenido hoy por la Ley General de Sociedades en su artículo 25).

En el caso, tal situación resulta nítida, pues como lo precisé, ambos socios declararon que “P. T. SH” se tenía por disuelta a la fecha del “convenio de cesión y venta”.

Y frente a esta declaración conjunta, es claro que la sociedad ingresó fatalmente en etapa de liquidación dado que en momento alguno el único socio intentó regularizar la misma. Por el contrario, como se infiere del convenio de prórroga, su intención fue traspasar el fondo de comercio, cuanto menos, a la sociedad de responsabilidad limitada que parece haber formado al efecto.

Y producida la disolución de la sociedad no constituida regularmente comienza el proceso de liquidación, la que debe regirse por las normas del contrato y de la LSC, como expresamente lo preveía el anterior artículo 22, *in fine*.

Y en este marco fáctico y jurídico, quien fue el encargado tácito de liquidar el ente fue el señor M., como único integrante del ente en liquidación. En tal carácter asumió,

como ya lo indiqué, tanto el pasivo social actual como futuro, como todos los gastos que produjera la cesión y venta como, en dable así entender, los específicos de liquidación.

Digo tácito, pues el convenio no lo explicita en momento alguno. Omisión inexplicable al ser asesoradas ambas partes por sendos profesionales letrados.

Y si bien tal designación no resulta de la letra del convenio, entiendo que tal debe ser la correcta interpretación, como resulta de un análisis integral y finalista del negocio que fue instrumentado en los dos documentos ya mencionados. Es que la intención común de las partes y sus actos ulteriores revelan que fue acordado (o entendido) que M. cumpliría las tareas de liquidación del ente (Zavala Rodríguez, C.J. *Código de Comercio Comentado*, T. I., página 252 y sgtes.).

Debe recordarse aquí que aun tratándose de una sociedad irregular (aquí de hecho), el grado de sustancial informalidad en el que navegan las sociedades previstas en la Sección IV del Capítulo I de la LSC, pierde su operatividad en este estadio social, pues la ley le impone que los trámites de liquidación deben realizarse conforme las normas generales que se aplican a toda sociedad regular. Como ha dicho un autor gráficamente, no hay liquidación irregular (Cabanellas de las Cuevas, Guillermo, *Derecho Societario, Parte general, Sociedades nulas, irregulares y de hecho*, Tomo 6, pág. 547).

De allí que la tarea de M. no debía reducirse a pagar a S. y escriturar el inmueble, sino que debía concluir todos los trámites para develar primero y atender luego todo el pasivo social; amén de concretar las labores administrativas para dar de baja el ente de los organismos necesarios y, por último, inscribir el cese en la IGJ (artículo 98 ley 19.550), para que ella sea oponible a terceros.

Definido a mi juicio, cuanto menos en lo sustancial, cuáles fueron las obligaciones que cada parte asumió con causa en los convenios en estudio, cabe ahora evaluar si cualquier incumplimiento debía ser sancionado mediante la cláusula penal allí estipulada.

La cláusula primera del “convenio de cesión y venta”, previó que por la cesión de la parte ideal de la sociedad perteneciente a S. como de la porción dominial que aquel mantenía respecto del inmueble de la calle Catrilo, M. debía abonarle la suma de US\$45.000, importe que debía atender en un plazo máximo de 90 días corridos y al momento de firmarse la escritura.

La siguiente cláusula estableció sustancialmente, el compromiso de M. de mantener indemne a S. respecto de cualquier deuda social (salvo la de los dos juicios indicados); amén de abonar todo gasto que derive de la “... transferencia, cesión, disolución y venta de la sociedad y el inmueble...”, lo cual incluía además, gastos y honorarios de abogados, escribano y gestores.

La cláusula tercera reiteró que el pago debía concretarse dentro del plazo de 90 días corridos desde la fecha del convenio. Amén de ello M. debía “... gestionar dentro de igual plazo los trámites pertinentes y necesarios para concluir el presente acuerdo con la respectiva escritura traslativa de dominio y cesión de derechos de sociedad de hecho”.

En su cláusula sexta fue estipulado que en caso de incumplimiento “de las obligaciones asumidas por el presente convenio”, la parte incumplidora pagaría la suma de US\$100 diarios por cada día de atraso hasta el efectivo cumplimiento.

En el convenio de prórroga fue reiterada esta cláusula penal, incluyendo ahora las obligaciones emergentes de este segundo instrumento, el cual básicamente contemplaba cierto compromiso en cabeza del señor C. G. S., hijo del aquí actor según fue referido por las partes.

De la descripción anterior resulta que sólo fue estipulado con un plazo cierto la obligación de abonar el precio de la cesión y venta (US\$45.000), como la fecha de firma de la escritura traslativa de dominio respecto del inmueble.

De hecho la cláusula tercera impone los noventa días a M. para abonar el precio de la cesión, y para “... gestionar... los trámites pertinentes y necesarios para concluir el presente acuerdo con la respectiva escritura traslativa de dominio y cesión de derechos de la sociedad de hecho” (el subrayado me pertenece).

Resulta claro de tal texto que se fijó un plazo cierto para el pago del precio fijado, como para “concluir el presente



EL DERECHO

Diario de Jurisprudencia y Doctrina

Primer Director: Jorge S. Fornieles (1961 - 1978)

Propietario UNIVERSITAS S.R.L. Cuit 30-50015162-1
Tucumán 1436/38 (1050) Capital Federal

REDACCIÓN Y ADMINISTRACIÓN:

TEL. / FAX: 4371-2004 (líneas rotativas)

E-MAIL: elderecho@elderecho.com.ar • www.elderecho.com.ar

acuerdo”, objetivo que parece lograrse según los firmantes, “... con la respectiva escritura traslativa de dominio y cesión de derechos de la sociedad de hecho”. Precisión que adquiere mayor relevancia al advertir, como ya lo destacué, que las partes al tiempo de celebrar aquel pacto estuvieron asesoradas por profesionales de derecho, lo cual hace presumir un lenguaje más cuidado y mayor rigor técnico.

A todo evento las restantes obligaciones no tenían, ni podían tener, un plazo cierto. Como fue dicho, la cláusula segunda imponía a M. mantener indemne a S. de las eventuales obligaciones sociales que pudieran serle reclamadas. Es claro que tal situación constituía un hecho incierto y futuro. Cuanto menos no fue enunciada en el convenio ni en su prórroga alguna obligación puntual ya vencida o que fuera exigible a la brevedad y que justificara la actividad del aquí demandado dentro de los noventa días de la firma del contrato.

Frente a esta ausencia, mal podía fijarse un plazo como el que se precisó en las cláusulas primera y tercera y, tras cartón pretender que se devengue la multa diaria.

No olvido que la disposición sexta no precisa algún compromiso en particular que vuelva operativa la cláusula penal. Se limita a mencionar en general “... las obligaciones asumidas por el presente convenio...”. Sin embargo, descartadas las de la cláusula segunda como sujetas al plazo de noventa días, no fue posible aplicar automáticamente esta sanción convencional respecto de pretendidos incumplimientos que, cuanto menos, no contemplaron plazo cierto alguno.

A tal fin debió el actor constituir en mora al demandado mediante interpelación en la cual especificara la obligación incumplida y el plazo para su reparación.

Podría sostenerse que el señor S. lo concretó con su carta documento del 4 de enero de 2010 (fs. 21). En ella el actor denunció que la sociedad de hecho figuraba en los registros de AFIP y ARBA; además que las facturas utilizadas por M. identifican como emisor al ente disuelto.

Es evidente que, cuanto menos a esa fecha la sociedad de hecho no había sido liquidada. Y si bien tal obligación no figuraba explícita en el convenio de “cesión y venta”, al ser declarada disuelta el socio que quedó a cargo debió instar los trámites para liquidar el ente. Máxime cuando asumió, mantener indemne al socio excluido.

No debe olvidarse que una vez acordada la disolución, los administradores sólo pueden atender cuestiones urgentes y adoptar las medidas necesarias para la liquidación (artículo 99 ley 19.550), bajo pena de ser considerados responsables ilimitada y solidariamente respecto de terceros y socios por las operaciones ajenas a aquellos fines.

Así es claro que S. era mantenido en una situación de riesgo potencial en particular porque M. continuaba utilizando la sigla de la sociedad de hecho y, parecería, el CUIT de la misma en tanto el que figura en las facturas traídas con la demanda no se corresponde con el de la SRL presuntamente continuadora de aquella (ver convenio de fs. 8, cláusula tercera).

Sin embargo, como ya dije, la obligación convencional que resulta de la cláusula segunda del primer convenio no contempló explícitamente la de liquidar el ente. Sólo mantener indemne a S. y pagar todos los costos de la cesión y transmisión dominial del inmueble.

En rigor la obligación de M. resultó más una imposición legal que derivación de lo expresamente convenido.

Y en esta situación, no fue procedente pretender aplicar una sanción contractual como consecuencia del presunto incumplimiento.

Las cláusulas penales, como todas las convenciones, deben ser interpretadas de buena fe y según lo que verosímilmente las partes entendieron o pudieron entender, obrando con cuidado y previsión (art. 1198, Cód. Civil; Kemelmajer de Carlucci, *De las Obligaciones con Cláusula Penal*, del libro de Bueres, Alberto J. y Highton, Elena I., *Código Civil*, Tomo 2A, pág. 543; en similar sentido, Busso, Eduardo B., *Código Civil*, Tomo IV, pág. 468). Es decir, deben interpretarse y aplicarse en forma restrictiva, por aplicación de los principios que rigen a este respecto en materia penal (Cazeaux, Pedro N. y Trigo Represas,

Félix A., *Derecho de las Obligaciones*, Tomo 1, pág. 408) por lo que en caso de duda razonable (como se suscita en el caso), debe resolverse siempre con criterio estricto.

En tal sentido, se ha explicado que si no se puede determinar con exactitud y certeza, si una cláusula penal alcanza a un caso o no, debe entenderse que no lo hace (conf., Kemelmajer de Carlucci, ob. cit., Tomo 2A, pág. 543).

En que por tratarse de una sanción, debe estar precisada su aplicación en forma clara, comprensible e incuestionable respecto del incumplimiento al que se encuentra sujeta.

Y aquí la obligación del demandado de disolver el ente no fue precisada convencionalmente. Recuerdo una vez más que tal omisión no resulta excusable, pues las partes contaron con auxilio profesional para la concreción de aquel negocio lo cual, obviamente, incluía su instrumentación.

Al no ser aplicable, en la hipótesis invocada, la referida cláusula penal, debió el actor acreditar el daño concreto que le fue provocado y, de seguido, las consecuencias económicas que ello le pudo haber generado.

Sólo a partir de tal demostración hubiera sido procedente condenar al demandado a resarcir al actor, conforme la medida del daño acreditado.

Sin embargo, aun cuando en el caso pueda concluir que el demandado no cumplió con la manda legal de liquidar el ente, tal desatención no puede ser sancionada mediante la cláusula penal concertada, pues ella fue prevista para otras hipótesis explícitas en el contrato.

Lo hasta aquí expuesto basta, a mi juicio, para revocar la solución adoptada en la instancia de grado al haber analizado los argumentos que estimé necesarios para adoptar esta decisión, prescindiendo de aquellos sin proyección jurídica (CSJN, Fallos 258:304; 262:222; 265:301; 278:271; 287:230; 294:466; id., 16.6.1976, “Filacchione de Cabezón A. c/ ENTEL”, Fallos 295:135; id., 19.6.1986, “Burger King Corporation c/ Facilven S.A.C.I.C.”, Fallos 308:950; id. “Rem-Ter S.R.L. c/ Instituto Provincial de la Vivienda y Desarrollo Urbano”, Fallos 308:2263; id., 17.4.1975, “Edelberg, Betina c/ Facio, Sara y otros”, Fallos 291:390; id. “Fernández Avello, Raúl A.”, Fallos 296:445; entre otros; esta Sala, 13.10.2006, “Paramen c/ Rutilex Hidrocarburos S.A. s/ ordinario”).

b) Costas

El demandado también se agravó por lo decidido respecto de las costas, las que le fueron impuestas en un 70 %.

De su lado, la única crítica ensayada por el actor también lo fue referido a los gastos causídicos, que en su caso alcanzaron el 30 %.

La solución que adelanté llevaría al rechazo de la demanda. Por lo cual aplicando el principio general previsto en el artículo 68 del código de rito, llevaría a imponer las costas totales al vencido.

Sin embargo, como lo he señalado reiteradamente, si bien el actor ha equivocado el rumbo, a mi juicio, al reclamar derechamente la aplicación de la cláusula penal para resarcir el incumplimiento del contrario, lo cierto es que he concluido que ha existido una objetiva desatención de M. en punto a la liquidación del ente. Bien que debió ser resarcida previa demostración del daño, en tanto la cláusula penal no había sido prevista para esta puntual obligación, la que derivaba de la ley y no del contrato invocado.

En esta particular situación, estimo prudente y justo eximir al actor de los costos del juicio, pues entiendo claro que bien pudo creerse con derecho a reclamar de su contrario algún tipo de resarcimiento frente a un objetivo incumplimiento.

Por ello propiciaré que las costas del proceso, en ambas instancias, sean distribuidas en el orden causado.

V. Conforme lo expuesto, propongo al Acuerdo que estamos celebrando, revocar la sentencia en estudio, con el efecto de absolver al demandado.

Las costas de ambas instancias deben ser distribuidas, a mi juicio, en el orden causado.

Así voto.

El señor Juez de Cámara, doctor *Pablo D. Heredia* adhiera al voto que antecede.

COLUMNA LEGISLATIVA

Legislación de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Ley 5656 - Servicios Públicos. Educación. Creación del régimen especial de Boleto Estudiantil para usuarios de servicios públicos de la Red de Subterráneos de Buenos Aires, Premetro y de Autotransporte Público de pasajeros de carácter urbano y suburbano de Jurisdicción Nacional. Alcance y procedencia del beneficio (Sanción: 13-10-16; Promulgación: 31-10-16; B.O. 3-11-16).

Resolución 123 de octubre 21 de 2016 (MPF) - Ministerio Público. Proceso Penal. Faltas y Contravenciones. Manual Operativo para la Gestión de Casos Penales y Contravencionales. Objeto. Establecimiento (B.O. 3-11-16).

Próximamente en nuestros boletines EDLA.

VI. Concluida la deliberación los señores Jueces de Cámara acuerdan:

(a) Revocar la sentencia de primera instancia, con el efecto de absolver al demandado.

(b) Distribuir las costas de ambas instancias en el orden causado.

(c) Al haberse revocado completamente la sentencia de primera instancia, cabe determinar la cuantía de los honorarios conforme lo dispone el artículo 279 del Código Procesal. Por ello, y en atención a la naturaleza, importancia, calidad y extensión de las tareas desarrolladas, teniendo en cuenta el límite establecido por el art. 505 del Código Civil y las etapas procesales efectivamente cumplidas por cada uno de los profesionales intervinientes, fíjense en \$... (...) los honorarios del letrado apoderado de la parte demandada doctor Héctor Eduardo Bugallo; y en \$... (...) los estipendios de la Dra. Mercedes E. Steffen, letrada apoderada de la misma parte, por su actuación en la audiencia de fs. 204. Asimismo, fíjense en \$... (...) y en \$... (...) los emolumentos del letrado apoderado y del letrado patrocinante de la parte actora, doctores, Néstor Pablo Gavino y Néstor Julio Gavino respectivamente (arts. 6, 7, 9, 19, 37 y 38 de la ley 21.839, modif. por la ley 24.432; art. 478 Cód. Proc. y art. 3 Dcto. Ley 16.638/57 modif. por ley 24.432). Finalmente, de conformidad a lo dispuesto por el artículo 21 del Decreto 91/98, modificado por el Decreto 1465/2007, regúlase en \$... (...) el estipendio de la mediadora Susana Luisa Fernández.

(d) Cúmplase con la comunicación ordenada por la Excma. Corte Suprema de Justicia de la Nación (Ley 26.856 y Acordadas 15/13 y 24/13).

Notifíquese y una vez vencido el plazo del art. 257 del Código Procesal, devuélvase la causa al Juzgado de origen. – *Gerardo G. Vassallo*. – *Pablo D. Heredia* (Sec.: Julio F. Passarón).

FONDO EDITORIAL

Novedades



Director: ESTEBAN CARCAVALLO

**Trabajo y Seguridad Social
Edición Especial
Ley 27.260**

153 páginas

Venta telefónica: (11) 4371-2004
Compra online: ventas@elderecho.com.ar
www.elderecho.com.ar