



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Derecho

Abogacía

“Insider Trading y su regulación: lecciones del derecho comparado”

Autor: Javier Emilio Redondo

Legajo: 29.238

Mentor: Casiano Highton

Buenos Aires, agosto de 2022

Resumen:

Los mercados de capitales son instituciones que llevan a cabo un rol fundamental para el desarrollo de una economía. En este tipo de mercados, en un mundo utópico, todas las personas contarían con toda la información existente, de manera que la cotización de un activo reflejaría exactamente su valor. Es aquí donde surge el problema al cual se refiere el presente escrito, el abuso de información privilegiada, también conocido como *insider trading*. En este trabajo se ponen en contraste las teorías no regulatorias con los estudios empíricos que analizan los resultados que ha traído la prohibición en los países que la han implementado. A partir de esto, se llega a la conclusión de que es importante que el *insider trading* sea regulado y que las normas sean efectivamente aplicadas. Por otra parte, se analiza la regulación de esta figura en el derecho comparado, su evolución a lo largo del tiempo y cómo fue finalmente incorporado en el ordenamiento argentino. A partir de las experiencias del derecho comparado, se destacan algunas falencias de la regulación local, y se proponen posibles reformas.



Universidad de
San Andrés

Índice Temático:

| | |
|-------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Introducción: | 4 |
| 2. ¿Regular o no regular?: | 5 |
| 2.1 La teoría de Manne:..... | 5 |
| 2.2 Los beneficios de la regulación: | 8 |
| 2.3 Reflexiones sobre la regulación: | 11 |
| 3. La regulación en el derecho comparado: | 13 |
| 3.1 La Regulación en Estados Unidos: | 13 |
| 3.1.1 Primeros antecedentes y el <i>equal access</i> :..... | 13 |
| 3.1.2 La teoría clásica:..... | 15 |
| 3.1.3 La Misappropriation Theory: | 17 |
| 3.1.4 Los problemas de la actual regulación estadounidense: | 18 |
| 3.2 La Regulación en la Unión Europea:..... | 20 |
| 3.2.1 El fundamento jurídico: | 20 |
| 3.2.2 El marco normativo: | 21 |
| 3.2.3 El caso “Spector”: | 23 |
| 3.2.4 Reflexiones sobre la regulación Europea: | 24 |
| 3.3 Regulación en China:..... | 25 |
| 3.3.1 Marco normativo: | 25 |
| 3.3.2 Críticas a la regulación China: | 28 |
| 3.3.3 El caso de “Everbright”: | 30 |
| 3.4 La regulación en Argentina: | 31 |
| 3.4.1 Las primeras normas: | 31 |
| 3.4.2 La Ley Mercado de Capitales: | 33 |
| 3.4.3 El fallo “Terrabusi”: | 36 |
| 3.4.4 El caso de “Solfina S.A”: | 37 |
| 3.4.5 El caso de “CAPEX”: | 38 |
| 3.4.6 Posibles reformas: | 40 |
| 4. Conclusión: | 41 |
| 5. Bibliografía:..... | 43 |
| 6. Otras fuentes consultadas: | 44 |

1. Introducción:

Los mercados de capitales son instituciones que llevan a cabo un rol fundamental para el desarrollo de una economía, canalizando el ahorro del público en general para satisfacer las necesidades de financiamiento de las empresas, las cuales lo utilizarán para llevar adelante sus proyectos. Estos últimos se traducen en bienes y servicios, que beneficiarán tanto a la compañía en su fin de lucro como a los consumidores, satisfaciendo sus demandas. Es por esto que es importante el desarrollo y adecuado funcionamiento de los mercados, para lo cual es necesario que las personas cuenten con la mayor seguridad posible a la hora de decidir si invertir su dinero o no en un determinado activo.

La mejor forma de obtener confianza en los mercados es a través de la información, que provee a los inversores de certidumbre y reduce el riesgo en el que incurren. En este tipo de mercados, en un mundo utópico, todas las personas contarían con toda la información existente, de manera que la cotización de un activo reflejaría exactamente su valor. Sin embargo, en la práctica esto no es posible y existen distintos tipos de inversores, con diferentes motivaciones para actuar, dependiendo de la información con la que cuentan. En este sentido, puede haber personas que tienen acceso a información privilegiada, otras que no lo tienen, otras que actúan según sus propias necesidades de liquidez y otras que lo hacen según sus propios análisis, estudios e investigaciones.

Es aquí donde surge el problema al cual se referirá el presente escrito, el abuso de información privilegiada, también conocido como *insider trading*. Esta práctica consiste en la utilización de información que aún no ha sido publicada para realizar una operación en el mercado de valores, de manera que, cuando esta se haga conocida para todos, la cotización de los activos negociados se modificará. En consecuencia, esto significaría que las personas que se aprovechan de esta situación obtienen un beneficio a costa de la pérdida de quienes no tienen acceso a la información. Frente a esta situación, existen dos grupos de teorías: aquellas que consideran que la conducta se debe regular y aquellas que consideran que no se debe regular. Las primeras consideran, por variados motivos, que la conducta es reprochable o inconveniente, y por ende debe ser prohibida. Las segundas, afirman que permitir esta conducta en realidad trae beneficios para los mercados que no son tenidos en cuenta por quienes abogan por la prohibición. En la práctica, la mayoría de los países adoptaron regulaciones que prohíben operar con información privilegiada.¹ Para esto, en

¹ Bhattacharya, Utpal y Daouk, Hazem. 2002. "The World Price of Insider Trading". *Social Science Research Network*: 5. <https://ssrn.com/abstract=249708>. Según los autores, al año 2002, de 103 países en el mundo que contaban con mercados de capitales, 87 habían establecido regulaciones prohibitivas.

muchos de ellos se han establecido sanciones financieras, administrativas e incluso penales como consecuencia de realizar *insider trading*.

En el presente escrito se pondrán en contraste las teorías no regulatorias con los estudios empíricos que analizan los resultados que ha traído la prohibición en los países que la han implementado. A partir de esto, se llegará a la conclusión de que es importante que el *insider trading* sea regulado y que estas regulaciones sean efectivamente aplicadas. Por otra parte, se analizará la regulación de esta figura en el derecho comparado, su evolución a lo largo del tiempo y cómo fue finalmente incorporado en nuestro ordenamiento. A partir de las experiencias del derecho comparado, se identificarán las falencias de la regulación argentina, y se propondrán algunas reformas.

2. ¿Regular o no regular?:

2.1 La teoría de Manne:

Como se ha mencionado, actualmente la mayoría de los países del mundo que cuentan con mercados de capitales desarrollados prohíben la negociación con información privilegiada. Sin embargo, existen opiniones que sostienen que las regulaciones del *insider trading* dan por sentado injustificadamente que es una práctica nociva o que actúa en detrimento de la confianza y la equidad de los mercados. Las teorías no regulatorias, fundamentadas en valoraciones económicas, afirman que existen beneficios para los mercados como consecuencia de la negociación con información privilegiada.

La principal de estas teorías fue defendida por Henry Manne en su libro *Insider Trading and the Stock Market*. Este autor identificó dos grandes formas en las que el *insider trading* beneficiaría a la sociedad y a la empresa cuyas acciones son negociadas. En primer lugar, sostiene que permite que el precio de las acciones refleje su verdadero valor, beneficiando a la sociedad reduciendo el riesgo en el que se incurre al invertir. En segundo lugar, sostiene que es una forma eficiente de compensar a los directores de una empresa por producir información, beneficiándola, dado que estos tendrían mayores incentivos para generar información de valor para la firma.²

Con respecto al primero de los argumentos, de acuerdo con Bainbridge, la teoría económica generalmente aceptada nos dice que el valor de una acción consiste en el valor descontado

² Bainbridge, Stephen M. 2001. "The Law and Economics of Insider Trading: 'A Comprehensive Primer'". Social Science Research Network: 65. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277.

de los dividendos que se percibirán en el futuro. Como este valor es incierto, dado que el monto de los dividendos futuros no puede saberse por anticipado, el precio correcto sería el que establece el consenso del mercado si toda la información es pública. No obstante, dado que el mercado no puede valorar información no pública y hay personas que tienen acceso a ella, los precios normalmente no son precisos. Esto se podría mitigar si existiera una regulación que obligara a que toda la información no pública sea inmediatamente revelada. Sin embargo, esto traería problemas ya que revelar toda la información puede llegar a resultar nocivo para las empresas y, en consecuencia, se destruirían los incentivos de las compañías para innovar y generar información valiosa. Es por esto que las regulaciones normalmente establecen que es posible diferir por un tiempo determinado la revelación de la información no pública, a costa de la precisión del precio de los activos.³

El argumento de Manne nos dice que el *insider trading* es un punto de encuentro entre la necesidad de preservar los incentivos de producir información y la necesidad de tener precios precisos de los activos. En este sentido, sostiene que, a medida que los *insiders* negocian con información privilegiada, el precio va a aumentar gradualmente hacia el que refleje adecuadamente su valor. Si no hubiera *insider trading*, el precio se mantendría constante hasta el momento en que se revele la información, instante en el cual se produciría un salto abrupto en la cotización. De esta manera, la práctica cuestionada en realidad permitiría la obtención de un precio preciso, a la vez que preservaría los beneficios de no revelar inmediatamente la información.⁴

Sin embargo, el problema de este argumento es que permitir la participación de los *insiders* implica un número relativamente bajo de transacciones con información privilegiada, lo cual no afectaría significativamente el precio de los activos, sobre todo en mercados de capitales desarrollados. Para que el *insider trading* tenga un efecto significativo, debería haber una mayor difusión de la información privilegiada a través de filtraciones, *tipping* y observación e imitación del comportamiento de los *insiders*. En consecuencia, el efecto correctivo sobre el precio funcionaría de manera muy lenta y esporádica.⁵ En este sentido, Prentice y Donelson argumentan que es dudoso que las transacciones con información privilegiada puedan brindar al mercado información valiosa, dado que todas las otras transacciones generan un “ruido de mercado” que impediría que la transacción del *insider* envíe una señal útil.⁶

³ Bainbridge. “The Law and Economics...”. 65.

⁴ Manne, Henry. 1966. *Insider Trading and the Stock Market*. New York: Free Press. Citado por Bainbridge. “The Law and Economics...”. 65.

⁵ Bainbridge. “The Law and Economics...”. 67.

⁶ Prentice, Robert y Donelson, Dain. 2010. “Insider trading as a signaling device”. *American Business Law Journal*: 1-63. Citado por Klaw, Bruce y Mayer, Don. 2019. “Ethics, Markets, and the Legalization

Con respecto al segundo argumento, Manne sostenía que permitir el *insider trading* era un medio efectivo de compensación para los directivos de las grandes empresas. Cabe mencionar que este autor distinguía a los directores “*entrepreneurs*” de los meros administradores. Desde su perspectiva, estos últimos dirigen a la empresa siguiendo lineamientos preestablecidos, mientras que los primeros buscan innovar y producir información valiosa. En este sentido, sostenía que la compensación del *entrepreneur* debía estar vinculada con el valor de su contribución a la firma para que tenga incentivos para producir más información. Dado que es imposible preestablecer cuál va a ser el futuro valor de lo que el *entrepreneur* genere, un salario predeterminado no sería una forma de compensación adecuada. En cambio, el *insider trading* sí lo sería, dado que permitiría a los *entrepreneurs* adquirir activos de la empresa antes de revelar la información al mercado para venderlos luego de que su precio aumente, obteniendo una ganancia acorde a su aporte.⁷

Sin embargo, existen también críticas a este argumento: por un lado, la compensación del *insider* está limitada por la cantidad de acciones que puede adquirir, lo cual está limitado por su patrimonio. En consecuencia, las ganancias del *entrepreneur* estarían basadas en función de este último y no de su contribución. Por otro lado, es difícil restringir el *insider trading* solamente a aquellos que produjeron la información, de manera que otros empleados de la empresa podrían negociar sin haber participado en su producción. Asimismo, también es difícil limitar la utilización de información privilegiada a los casos en los que el *insider* produjo innovaciones valiosas, no existiendo nada que les impida operar en el caso de que tuvieran información negativa. De esta manera, se reducirían los costos del fracaso de los proyectos ya que los directivos podrían obtener ganancias independientemente del éxito vendiendo sus acciones antes de que la información negativa se haga pública. Por último, dado que las ganancias del directivo dependerían del *insider trading*, el costo de su remuneración no puede ser estimado previamente. En consecuencia, sería difícil determinar cuál forma de compensar es más efectiva con respecto a los costos. En este sentido, a su vez, los directivos que sean poco tolerantes al riesgo preferirían un salario fijo asegurado antes que una potencial compensación mayor que dependa de ciertas contingencias. En definitiva, los accionistas y los ejecutivos probablemente llegarían a un acuerdo en el cual se establezca una remuneración fija con la posibilidad de un bono, en beneficio de los intereses de ambos.⁸

of Insider Trading”. *Journal of Business Ethics* 168, no. 1: 63. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04238-0>.

⁷ Manne. *Insider Trading and the Stock Market*. Citado por Bainbridge. “The Law and Economics...”. 68.

⁸ Bainbridge. “The Law and Economics...”. 69.

2.2 Los beneficios de la regulación:

Como se ha analizado en el apartado anterior, si bien los defensores de las teorías no regulatorias afirman que el *insider trading* trae beneficios para la eficiencia del mercado, esto está discutido en la doctrina, existiendo contraargumentos que podrían desacreditar la validez de estas hipótesis.

En este sentido, los modelos teóricos elaborados por Ausubel⁹ sugieren que, en una economía donde el *insider trading* está permitido, los *outsiders* con expectativas racionales disminuirán sus inversiones como consecuencia de la pérdida de confianza generada por el aprovechamiento de la ventaja informacional que poseen los *insiders*. En consecuencia, el autor llega a la conclusión de que la prohibición de la conducta mejoraría el retorno esperado por los *outsiders*, lo cual implicaría un incremento en la cantidad de las inversiones que estos estarían dispuestos a colocar. De esta manera, los *insiders* también se verían beneficiados por la prohibición, dado que las inversiones de los *outsiders*: (i) son necesarias para el crecimiento de las empresas de las que son parte los *insiders clásicos* (directores, accionistas, etc); y (ii) dan origen al ofrecimiento de OPAs y estimulan el mercado secundario, lo cual beneficia a los *insiders no clásicos* (aquellos que no tienen un vínculo directo con la empresa).

Por otro lado, existen estudios empíricos que analizaron los datos de los mercados de capitales de aquellos países que implementaron regulaciones de la conducta a partir de los cuales se puede argumentar existen beneficios en materia de eficiencia de mercado gracias a la regulación prohibitiva de la conducta en cuestión.

El primero de los estudios que resulta interesante considerar fue desarrollado por Utpal Bhattacharya y Hazem Daouk, quienes compararon las regulaciones del *insider trading* y el desempeño de los mercados de capitales en 103 países. La principal pregunta que se formulan los autores de este ensayo es si las prohibiciones de esta conducta afectan al *cost of equity*. Este concepto consiste en el precio que las empresas deben pagar en calidad de dividendos por el riesgo que asumen sus inversores al decidir invertir su capital en la empresa. Esto es relevante ya que uno de los principales propósitos de los mercados de capitales es facilitar el financiamiento de las empresas, las cuales estarían interesadas en saber si tendrían que pagar más dinero en concepto de dividendos en un mercado donde los *insiders*

⁹ Ausubel, Lawrence M. 1990. "Insider Trading in a Rational Expectations Economy". *The American Economic Review* 80, N° 5: 1022–41. <http://www.jstor.org/stable/2006759>.

actúan impunemente. De esta manera, sería más conveniente para las firmas ofrecer sus activos en mercados que limitan el uso de información privilegiada.¹⁰

Al momento de la investigación, los autores observaron que existían 103 países con mercados de capitales, de los cuales 87 habían establecido regulaciones prohibitivas, pero solo 38 habían aplicado sanciones por la conducta. Posteriormente, analizaron distintas variables de mercado desde cuatro perspectivas distintas y llegaron a la conclusión de que la mera aprobación de regulaciones prohibitivas no genera efectos significativos. Sin embargo, a partir de la primera ejecución de sanciones por este comportamiento, no solo se reducen los casos de abuso de información privilegiada, sino que también se produce una disminución en el *cost of equity*. En base a esto, concluyen que la regulación del *insider trading* permite a los accionistas tener mayor certeza respecto de los activos en los cuales están invirtiendo, reduciendo el riesgo que perciben y, en consecuencia, el retorno que las empresas les deben otorgar.¹¹

Otro estudio empírico fue llevado adelante por Laura Nyantung Beny¹², en el que se analiza cómo las diferencias en elementos legales específicos de las regulaciones se asocian con diferencias en la eficiencia de los mercados de capitales, de acuerdo con distintas variables financieras que miden su desempeño.

El primero de los elementos legales que se tienen en cuenta es la regulación del *tipping*, considerándose más restrictivo si el *insider* puede ser sujeto a responsabilidad por darle información privilegiada a un tercero. Es un elemento importante ya que prohibir negociar con este tipo de información, pero permitir transmitirla a otra persona, que sí podrá realizar la operación, equivale a permitir el *insider trading*. El segundo elemento es la regulación de los *tippees*, más precisamente si estos tienen prohibido o no negociar a partir de un dato obtenido de un *insider*. El tercer elemento analiza si la pena monetaria por violar las restricciones es mayor que las ganancias por la operación prohibida, de manera que si la posible multa es menor que las ganancias, el efecto disuasorio es inexistente. El cuarto elemento considera si existe la posibilidad de establecer un castigo penal o no. A su vez, la investigadora tiene en cuenta que establecer prohibiciones no es suficiente, dado que el efecto disuasorio depende de la probabilidad percibida de que se ejecuten sanciones. Por esto, Beny también considera

¹⁰Bhattacharya y Daouk. "The World Price...".

¹¹ Bhattacharya y Daouk. "The World Price...". 4-23.

¹² Beny, Laura N. 2005. "Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence". *American Law and Economics Review* 7, no.1. <https://ssrn.com/abstract=623481>

en su análisis un coeficiente que mide el potencial de aplicación de las leyes, concurrentemente con lo sostenido por Bhattacharya y Daouk.¹³

Por otro lado, con el fin de profundizar las conclusiones del estudio anterior respecto a los beneficios para la eficiencia de los mercados, realiza su análisis a través de tres variables financieras:

En primer lugar, tiene en cuenta el efecto del *insider trading* en la dispersión de la propiedad de los activos. En este sentido, sostiene que el abuso de información privilegiada puede generar problemas ya que las partes tienen información asimétrica, creando problemas de selección adversa. Si los outsiders son sofisticados, descontarían del precio que pagarán por las acciones lo que consideren adecuado de acuerdo al riesgo que perciban.¹⁴ Sin embargo, si no son sofisticados, podrían abstenerse definitivamente de adquirir valores cuando las prohibiciones no existen o son débiles, perjudicando la dispersión de la propiedad.¹⁵ Otro argumento es que el *insider trading* puede aumentar los problemas de agencia dentro de la empresa,¹⁶ lo cual significa que los directivos podrían tomar decisiones teniendo en cuenta sus intereses individuales por encima de los de la firma, desalentando la inversión por parte de *outsiders*.¹⁷

En segundo lugar, considera el efecto de dicha práctica sobre la precisión de los precios de las acciones. Como se ha señalado previamente, la teoría de Manne sostiene que permitir la negociación con información privilegiada haría que los precios reflejen su valor real más rápidamente.¹⁸ Por otro lado, esta conducta podría disminuir los incentivos de los *insiders* de revelar información al mercado, haciendo los precios menos informativos. A su vez, también podría tener este último efecto el hecho de que se reducirían los incentivos para los analistas de mercado, que no cuentan con información privilegiada. Esto sería negativo ya que el

¹³ Beny. "Do Insider Trading Laws Matter?". 10-11.

¹⁴ Manove, Michael. 1989. "The Harm from Insider Trading and Informed Speculation," *Quarterly Journal of Economics*: 823-845. Citado por Beny "Do Insider Trading Laws Matter?". 5.

¹⁵ Ausubel, Lawrence M. 1990. "Insider Trading in a Rational Expectations Economy". *The American Economic Review* 80, N° 5: 1022-41. <http://www.jstor.org/stable/2006759>. Citado por Beny "Do Insider Trading Laws Matter?". 5.

¹⁶ Bebchuk, Lucian A. y Fershtman, Chaim. 1990. "The Effect of Insider Trading on Insiders' Reaction to Opportunities to 'Waste' Corporate Value". John M. Olin Center for Law, Economics and Business Working Paper 76, *Harvard Law*. Citado por Beny "Do Insider Trading Laws Matter?". 5.

¹⁷ La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer; Andrei y Vishny, Robert. 1997. "Legal Determinants of External Finance," 52 *Journal of Finance*: 1131-1150. Citado por Beny "Do Insider Trading Laws Matter?". 5.

¹⁸ Manne. *Insider Trading and the Stock Market*. Citado por Beny "Do Insider Trading Laws Matter?". 5.

conjunto de operaciones realizadas por este tipo de sujetos lleva a una capitalización más eficiente de la información en los precios de las acciones.¹⁹

Por último, analiza el efecto del *insider trading* en la liquidez de los mercados de capitales. Según la autora del estudio, el consenso de la doctrina es que la información asimétrica puede comprometerla²⁰ y, dado que la práctica en cuestión aumenta la existencia de diferencias en la información que poseen las partes, se aumentan los costos de la negociación bursátil. Por lo tanto, este incremento en los costos disminuiría la liquidez de los mercados.

En definitiva, luego del análisis de los datos estadísticos obtenidos de cada país, la investigadora llegó a la conclusión de que los estados con leyes más restrictivas del *insider trading* tienen propiedad de los activos más dispersa, precios de acciones más precisos y mercados de capitales más líquidos. En consecuencia, afirma que el establecimiento de este tipo de regulaciones, y los efectos disuasorios generados por la percepción de una alta posibilidad de recibir sanciones son beneficiosos para el desarrollo de los mercados de capitales.

2.3 Reflexiones sobre la regulación:

A la luz de todo lo expuesto, aun desde una perspectiva escéptica hacia el establecimiento de regulaciones, se podría afirmar que, por lo menos, está discutido si el *insider trading* es beneficioso o no para los mercados. Como se ha mencionado anteriormente, puede que los argumentos de Manne parezcan lógicos en un principio, pero existen contraargumentos que ponen en duda su validez. A su vez, los estudios empíricos reseñados parecen indicar que en realidad ocurre precisamente lo contrario a lo que este autor señalaba. En consecuencia, no es posible determinar con absoluta certeza si, desde una perspectiva económica, es más ventajoso desregular la cuestión o no.

Por otra parte, desde un punto de vista intuitivo y ético, parecería que permitir que una persona realice transacciones con información que no está disponible para el resto de los participantes del mercado en perjuicio de su contraparte no es correcto. En este sentido, probablemente sería fácil coincidir en que el vendedor inescrupuloso de un vehículo automotor que no revela que este posee un defecto de fábrica indetectable para el comprador,

¹⁹ Goshen, Zohar y Parchomovsky, Gideon. 2001. "On Insider Trading, Markets, and 'Negative' Property Rights in Information". 87 *Virginia Law Review*: 1229-1277. Citado por Beny "Do Insider Trading Laws Matter?". 6.

²⁰ Copeland, Thomas E. y Galai, Dan. 1983. "Information Effects on the Bid-Ask Spread", 38 *Journal of Finance*: 1457-1469. Citado por Beny "Do Insider Trading Laws Matter?". 7.

aún si realiza una inspección diligente, está obrando de una manera moralmente reprochable. Esta situación no parece ser muy distinta de la de un tenedor de acciones que sabe que su empresa va a incumplir con el pago de sus obligaciones negociables, por lo que decide venderlas a un inversor que lo desconoce, para evitar sufrir una pérdida.²¹

En este orden de ideas, Klaw y Meyer²² proponen que para analizar el fundamento de la prohibición del *insider trading* se debe partir de una ética contractualista al estilo del propuesto en la teoría de Rawls, donde lo “correcto” e “incorrecto” se determina en base al consentimiento de los sujetos del contrato social a las reglas que este establece. Los autores sostienen que las reglas son justas, en tanto quienes estarán sujetos a ellas consientan o hubieran consentido a ellas contando con la información completa y con un poder de negociación relativamente igual. En este sentido, el mérito es una cuestión fundamental para tomar una decisión sobre la regulación, dado que los *insiders* obtienen una ventaja por la información que obtienen solamente por ostentar determinado cargo o por conexiones personales y no por su habilidad para recabar información. Entonces, el problema se radica en que las ganancias obtenidas al realizar transacciones con información privilegiada son percibidas como injustas ya que no cuentan con la legitimidad otorgada por el mérito de haber sido obtenidas como fruto del esfuerzo del *insider*. De esta manera, incluso realizando el máximo esfuerzo posible, la contraparte de la transacción no podría haber accedido a la información que poseía el *insider*. En consecuencia, si se decidiera desde la “posición original” cuáles son las reglas que deben ser aplicables a las transacciones en el mercado de capitales, se optaría por aquellas que garanticen la igualdad de acceso a la información, lo que permitiría que la habilidad e inteligencia de los individuos sean los factores determinantes para obtener un beneficio.

En definitiva, se puede afirmar que el *insider trading* debe ser prohibido, dado que no existe suficiente evidencia que demuestre que los beneficios económicos para la sociedad son suficientemente contundentes como para dejar de lado el perjuicio que se ocasiona a aquellas personas que pierden injustamente por no contar con información privilegiada. Asimismo, parece haber un reproche moral claro al hecho de realizar transacciones aprovechándose de estas circunstancias, lo cual se debe traducir en la decisión de los legisladores de establecer sanciones a las transgresiones.

²¹ En Argentina, estos hechos ocurrieron en el caso de “SOLFINA S.A.”, que se comentará en el apartado 3.4.4.

²² Klaw y Mayer. “Ethics, Markets...”. 60.

3. La regulación en el derecho comparado:

3.1 La Regulación en Estados Unidos:

3.1.1 Primeros antecedentes y el *equal access*:

La primera regulación consistente de la figura surgió en Estados Unidos, como resultado de la falta de confianza en los mercados luego de la crisis de 1929. En 1934 se sancionó el *Securities Exchange Act*, (“SEA”) que estableció la regla 10 (b), que, si bien no prohibía explícitamente el *insider trading*, creaba una regulación general que pretendía sancionar un amplio espectro de conductas fraudulentas. Posteriormente, en 1942 se sancionó la regla 10b-5, que fue la base sobre la que se apoyarían las futuras decisiones sobre *insider trading*.²³ No obstante, esta norma tampoco describía expresamente a la figura, sino que se limitaba a establecer:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.²⁴

De esta manera, queda claro el carácter intencionalmente abarcativo de la norma citada, que declara ilícito a cualquier tipo de mecanismo empleado con el fin de defraudar, siendo posible que se incluya una amplia variedad de conductas dentro de esta prohibición.

El primer precedente relevante que se debe mencionar es el del caso *In re Cady, Roberts & Co.*,²⁵ (“Cady Roberts”) una decisión administrativa de la Securities Exchange Commission (“SEC”), el ente regulador de los mercados de capitales estadounidenses. En este, el directorio de una compañía decidió reducir los dividendos que distribuiría y uno de los directores era socio de una firma de corredores de bolsa. Este individuo informó a uno de los socios de su firma sobre el recorte, quien decidió vender acciones que tenía a su cargo en

²³ Bainbridge. “The Law and Economics...”. 9

²⁴ 17 CFR § 240.10b-5

²⁵ 40 S.E.C. 907. 1961.

cuentas de sus clientes para evitarles una pérdida. Efectivamente, cuando se anunció la disminución, los precios de las acciones cayeron, habiendo obtenido un precio mayor por venderlas previamente. Este caso involucró la acción denominada *tipping*, que se produce cuando alguien con información privilegiada no negocia por sí mismo, sino que le suministra la información a un tercero, que es quien finalmente realiza la compra o venta. En su resolución sobre este caso, el ente administrativo sostuvo:

*“An affirmative duty to disclose material information has been traditionally imposed on corporate “insiders”, particularly officers, directors, or controlling stockholders. We, and the courts have consistently held that insiders must disclose material facts which are known to them by virtue of their position but which are not known to persons with whom they deal and which, if known, would affect their investment judgment. Failure to make disclosure in these circumstances constitutes a violation of the anti-fraud provisions. If, on the other hand, disclosure prior to effecting a purchase or sale would be improper or unrealistic under the circumstances, we believe the alternative is to forego the transaction.”*²⁶

En consecuencia, la SEC estableció que se había violado la regla 10b-5, considerando que el *insider trading* es un tipo de fraude contra la contraparte de la transacción. De este modo, se creó la *disclose or abstain rule*, que establece que un *insider* con información material no pública debe revelarla o abstenerse de negociar.²⁷

No mucho tiempo después, en el fallo *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*²⁸ (“TGS”), la visión de la SEC fue respaldada por la Corte de Apelaciones para el Segundo Circuito. En este caso, la empresa Texas Gulf Sulphur Co. encontró un yacimiento de minerales de gran valor comercial que podría explotar, lo cual no fue revelado a las autoridades con el fin de mantener el negocio en manos de la compañía y que no fuera aprovechado por un tercero competidor. En principio, esta conducta no parecería ser ilícita, dado que constituye una razón válida para no revelar al público la información. Sin embargo, un grupo de *insiders* de la empresa comenzó a adquirir acciones y opciones, llegando a obtener ganancias de hasta un 222% por su venta, una vez que la información se hizo pública. En consecuencia, la SEC entabló una demanda por violación a la regla 10b-5.

El mencionado tribunal decidió en contra de los demandados y consagró lo que se conoce como la teoría del *equal access*, al sostener que la prohibición federal del *insider trading* tenía como objetivo asegurar que todos los inversores tuvieran igual acceso a la información,

²⁶ 40 S.E.C. 907. 1961. 911.

²⁷ Bainbridge. “The Law and Economics...”. 12

²⁸ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 2d Cir. 1968, cert. denied, 394 U.S. 976.1969.

soportando los mismos riesgos de mercado.²⁹ En consecuencia, ratificó la *disclose or abstain rule*, estableciendo que cualquier persona que posea información privilegiada debía cumplir con estos recaudos, reafirmando lo sostenido por la decisión administrativa de la SEC.

Tanto la decisión del Segundo Circuito en TGS como la de la SEC en Cady Roberts parecen fundamentarse en una aproximación ética a la cuestión, desde la cual se percibe una injusticia en la pérdida sufrida por la contraparte que no posee información privilegiada. En este sentido, la SEC sostuvo en la mencionada decisión administrativa que la obligación de cumplir con la *disclose or abstain rule* se fundamentaba en “*the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing*”³⁰

Sin embargo, quienes tienen posiciones críticas de la teoría del *equal access* sostienen que el problema con este fallo consistía en que la corte decidió que la prohibición aplicaba a cualquiera que tuviera información privilegiada, alcanzando a un rango demasiado amplio de sujetos, como por ejemplo a analistas de mercado o personas con intenciones de lanzar una oferta pública de adquisición (“OPA”).³¹

3.1.2 La teoría clásica:

En 1980, la Suprema Corte de los Estados Unidos (“SCOTUS”) tomó partido en esta discusión en el caso *Chiarella v. United States*³², apoyándose en un criterio completamente distinto al que se había adoptado en TGS. Vincent Chiarella era empleado de una imprenta, la cual se encargaba, entre otras cosas, de imprimir documentos relativos a OPAs, codificando los nombres de las empresas involucradas para proteger su identidad. Sin embargo, Chiarella logró descifrarlos y adquirió acciones antes de que se anuncie una OPA, para luego venderlas. No obstante, fue descubierto y fue sentenciado por violar la regla 10b-5, bajo los términos establecidos en TGS.³³

Cuando el caso llegó a la SCOTUS, esta sostuvo que solo se podía responsabilizar al acusado si estaba sujeto a un deber de revelar la información antes de negociar, el cual surge solo si había un deber fiduciario preexistente. En el caso, entendió que no existía tal deber ya que Chiarella no era empleado o ejecutivo de ninguna de las empresas sobre las que había

²⁹ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833. 2d Cir. 1968, cert. denied, 394 U.S. 847-852. 1969.

³⁰ 40 S.E.C. 907. 1961. 912.

³¹ Bainbridge, Stephen M. 1999. “Insider Trading”. En *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III*, editado por. Bouckaert, Boudewijn, y Gerrit De Geest. Edward Elgar Publishing: 3. <https://reference.findlaw.com/lawandeconomics/5650-insider-trading.pdf>

³² Chiarella v. United States, 445 U.S. 222. 1980.

³³ Bainbridge. “The Law and Economics...”. 16.

negociado. Se trataba simplemente de un individuo que trabajaba para la imprenta, la cual no era agente de ninguna de las compañías sobre cuyas acciones se realizaron transacciones, dado que había sido contratada por las adquirentes, siendo que Chiarella negoció sobre las firmas adquiridas. De esta manera, se consagró la “teoría clásica” del *insider trading*, que establecía que no cualquier persona que tuviera información privilegiada podía ser responsable por negociar en base a ella, limitando el amplio espectro de sujetos comprendidos que había sido establecido por la teoría del *equal access* a solamente aquellas personas que actuaron en violación de un deber fiduciario hacia la contraparte o la emisora de las acciones.³⁴

En respuesta a la sentencia anterior, la SEC creó la regla 14e-3, que impuso regulaciones más estrictas para la información relativa a OPAs. A diferencia de la regla 10b-5, esta no requiere intención de engañar, manipular o defraudar, ni exige un incumplimiento a un deber fiduciario. En cambio, establece que, si se han tomado pasos sustanciales para iniciar una OPA, o si ha comenzado, negociar en posesión de información privilegiada adquirida directa o indirectamente es fraude.³⁵

La Suprema Corte continuó dándole forma a la teoría clásica de regulación sobre *insider trading* en el fallo *Dirks v. SEC*.³⁶ Dirks era un analista financiero que descubrió que Equity Funding of America estaba actuando fraudulentamente, a partir de una investigación que fue iniciada gracias a información que recibió de Ronald Secrist, un ex directivo de la empresa, respecto de la existencia de actividades irregulares. Dirks informó de la situación a la SEC y al Wall Street Journal, e informó su descubrimiento a algunos clientes. Estos vendieron sus acciones de Equity Funding antes de que el fraude se hiciera público, evitando importantes pérdidas. En consecuencia, la SEC sancionó a Dirks por violar las normas de *insider trading*, al revelar información no pública a sus clientes.

La SCOTUS revocó la decisión, reafirmando su rechazo al fundamento del *equal access* y sosteniendo el requisito de la existencia de un deber fiduciario para que se imponga responsabilidad. En este sentido, ni Dirks ni ninguno de sus clientes eran agentes o directivos de Equity Funding, por lo cual aparentemente no tenían ningún deber fiduciario hacia la emisora, de acuerdo con lo establecido en *Chiarella*. Es por esto que la SCOTUS decidió aclarar los requisitos para los casos en los que ocurre la operación conocida como *tipping*. Al respecto, la Corte sostuvo que la responsabilidad del que recibe la información privilegiada –

³⁴ Bainbridge. “The Law and Economics...”. 17.

³⁵ Doffou, Ako “Insider Trading: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Accounting and Finance Research* 11: 2. <https://ssrn.com/abstract=1028898>

³⁶ 463 U.S. 646. 1983.

tippee— es derivada de la del que la entrega —*tipper*—. De esta manera, el *tippee* es responsable solo si el *tipper* incumple un deber fiduciario y el primero lo sabe o tiene razones para saberlo. Por otro lado, sostiene que el solo hecho de que un *insider* revele información privilegiada no es suficiente para imponer sanciones, sino que es necesario que se haga con el fin de obtener un beneficio, directa o indirectamente. Finalmente, la SCOTUS señaló que, en este caso, Secrist le dio información a Dirks para desenmascarar el fraude de Equity Funding y no con el fin de obtener un beneficio, por lo que decidió que no le podía imponer responsabilidad.³⁷

3.1.3 La Misappropriation Theory:

En 1997, la SCOTUS estableció en el fallo *U.S. v. O'Hagan*³⁸ un nuevo ajuste a la regulación de la figura, al introducir la regla conocida como *misappropriation theory*. En este caso, el acusado era James O'Hagan, quien era socio de un estudio jurídico que representaba a Grand Metropolitan PLC para la adquisición de Pillsbury Company. Si bien O'Hagan no era uno de los abogados que trabajaban en este proyecto, tomó conocimiento de lo que sucedía y empezó a adquirir acciones y opciones de compra de Pillsbury. Cuando se anunció la OPA, obtuvo ganancias de más de \$4.3 millones. En consecuencia, fue acusado por violar la regla 10b-5 al apropiarse de información no pública para su beneficio.³⁹

Si bien el nuevo estándar establecido por la Suprema Corte también requería una violación a un deber fiduciario para que negociar con información privilegiada sea ilegal, la relación fiduciaria descrita en esta decisión era distinta a la de Chiarella. Según esta teoría, el *insider* no necesariamente debe tener un deber fiduciario hacia el inversor con quien realiza la transacción, ni con el emisor de los valores, sino que la regla se aplica cuando se viola un deber fiduciario hacia la fuente de la información, el cual existe como consecuencia de una relación de confianza entre ellos. En consecuencia, la decisión de la Corte declaró ilegal apropiarse de información material no pública para negociar con ella, sosteniendo que el *insider* defrauda a la fuente de la información al no informarle que pretende utilizar dicha información para realizar una transacción.⁴⁰

³⁷ Bainbridge. "The Law and Economics...". 19.

³⁸ 521 U.S. 642. 1997.

³⁹ Bainbridge. "The Law and Economics...". 25.

⁴⁰ Bainbridge. "Insider Trading". 5-6.

3.1.4 Los problemas de la actual regulación estadounidense:

En la actualidad, Bainbridge sostiene que las decisiones judiciales estiran ampliamente el requisito del deber fiduciario, por lo que la prohibición es nuevamente tan amplia que parece que se pretende retornar al fundamento del acceso igualitario. Con este propósito, la SEC ha intentado crear nuevas teorías y regulaciones que amplían el alcance de la prohibición.⁴¹

En el año 2000, la SEC creó la Regulación FD con el fin de establecer un mecanismo que restrinja la revelación selectiva de información. Esto tuvo como fundamento el hecho de que muchas empresas estaban revelando información no pública a firmas de inversión o analistas financieros antes de hacerlo para el público en general. La nueva norma establecía que si alguien que actúa en representación de una empresa que cotiza sus acciones revela información material no pública a profesionales del mercado de valores o a accionistas que podrían negociar con esa información, el emisor también debe revelar esa información en un modo que permita ser transmitida al público en general.⁴²

Sin embargo, la regulación estadounidense se ha topado con dificultades a la hora de analizar ciertas situaciones específicas. Por ejemplo, en *SEC v. Switzer*⁴³, una persona obtuvo información sobre una fusión entre dos empresas por pura casualidad, al escuchar una conversación durante un evento deportivo. Switzer no tenía ningún vínculo con la empresa sobre la que operó y era un mero conocido de la persona cuya conversación escuchó. Bajo la teoría clásica, no hay dudas de que Switzer no tenía ningún tipo de deber fiduciario hacia la emisora, en los términos de *Chiarella*, ni era posible que derivara en él una obligación a partir del deber fiduciario de la persona que le proveyó la información inadvertidamente, en los términos de *Dirks*. Si bien este caso ocurrió antes de la adopción de la *misappropriation theory* por parte de la SCOTUS, bajo esta teoría la conducta tampoco hubiera sido sancionable, dado que no se podía derivar la existencia de un deber fiduciario hacia la fuente de la información basada en una relación de confianza.

El requisito de la existencia de una relación de confianza establecido por la *misappropriation theory* ha traído ciertas dificultades interpretativas. Parece claro que existe una relación de confianza entre una empresa y su empleado o entre dos personas que firmaron un acuerdo de confidencialidad. Sin embargo, en *US v. Chestman*, el Segundo Circuito de Apelaciones sostuvo que una relación marital no calificaba como una relación de confianza a los fines de

⁴¹ Bainbridge, Stephen M. "Regulating Insider Trading in the Post-Fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights?". 2012. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper N° 12-08: 20 <https://ssrn.com/abstract=2054814>.

⁴² Bainbridge. "The Law and Economics...". 19.

⁴³ *SEC v. Switzer*, 590 F. Supp. 756. W.D. Okla. 1984.

la mencionada teoría, siendo que esta relación debía ser un “equivalente funcional a la existencia de un deber fiduciario”. De esta manera, parecía que quedaba enteramente librado a la discreción de los jueces determinar cuándo existe una relación de confianza lo suficientemente relevante como para imponer el deber de abstenerse de operar. Sin embargo, posteriormente, la SEC creó la regla 10b5-2, donde aclara los supuestos en los que existiría una relación de confianza relevante, entre ellos, cuando se obtiene información de parte del cónyuge, un padre, hijo o hermano.⁴⁴

Otro ejemplo de dificultades en la regulación estadounidense se presentó en la situación ocurrida en el caso SEC v. Newman, donde el Segundo Circuito de Apelaciones decidió revocar las sentencias contra dos individuos que recibieron información privilegiada a través de una red de contactos, entre los cuales se encontraban analistas de mercado que, a su vez, obtenían información de *insiders* corporativos. Dado que la fuente de la información estaba demasiado alejada, se desestimaron las condenas bajo el fundamento de que no se había demostrado que los demandados sabían que la información provenía de un *insider*, o que sabían que este había recibido un beneficio a cambio del dato.⁴⁵

En definitiva, a partir del estudio de la evolución jurisprudencial de la regulación del *insider trading* en Estados Unidos, se puede observar que se trata de una regulación innecesariamente compleja y que se fundamenta bajo argumentos un tanto rebuscados. Esto se debe principalmente a que las normas sobre *insider trading* surgen a partir de la creación judicial y no de una disposición legislativa. En este sentido, hemos observado como los jueces se vieron obligados a derivar las pautas regulatorias aplicables a una conducta muy específica desde una norma genérica, que establece una prohibición de cometer fraude o utilizar cualquier tipo de engaño para defraudar. Esto trajo como consecuencia los distintos vaivenes regulatorios, vacíos legales y dificultades interpretativas que se reseñaron anteriormente.

Es por esto que actualmente el Congreso de Estados Unidos se encuentra discutiendo la *Insider Trading Prohibition Act*, mediante la cual se busca clarificar legislativamente el complejo marco normativo que surgió del esfuerzo interpretativo que los jueces debieron realizar para delinear una regulación para el *insider trading* a partir de una norma totalmente genérica.

⁴⁴ Bainbridge. “Regulating...”. 13

⁴⁵ Klaw y Mayer. “Ethics, Markets...”. 60

3.2 La Regulación en la Unión Europea:

3.2.1 El fundamento jurídico:

Con el fin explícito de lograr un mercado financiero integrado que fuera transparente y eficiente, la Unión Europea (“UE”) decidió sancionar un régimen regulatorio que permitiera uniformar los criterios de los países miembros con respecto al *insider trading* o, como es conocido en la UE, *insider dealing*. La primera regulación uniforme se implementó en 1989, cuando se sancionó la Directiva del Consejo 89/592/EEC⁴⁶. Posteriormente, se sancionaron algunas nuevas regulaciones, hasta finalmente llegar al marco normativo actual. Este se compone de la Regulación (EU) N° 596/2014⁴⁷ (“RAM”), que es aplicable en el ámbito administrativo, y la Directiva 2014/57/EU⁴⁸, que aplica al ámbito penal. El considerando 2° de la RAM establece que:

“Un mercado financiero integrado, eficiente y transparente requiere la integridad del mercado. El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza. El abuso de mercado daña la integridad de los mercados financieros y la confianza del público en los valores y los instrumentos derivados.”

A su vez, el considerando 23° de la RAM afirma:

“La característica esencial de la operación con información privilegiada consiste en obtener una ventaja injusta a partir de información privilegiada en detrimento de terceros que desconocen la información y, por tanto, en el menoscabo de la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores. (...)”

De esta manera, esta declaración evidencia claramente la inspiración del Legislador del Parlamento Europeo en la teoría de igualdad de acceso a la información, en contraste con la jurisprudencia de la SCOTUS, que se ha mencionado que la rechazó de pleno. No se hace ningún tipo de referencia a la existencia de un deber fiduciario hacia la emisora, la fuente de la información ni ningún otro sujeto.

⁴⁶ Directiva 89/592/CEE del Consejo, del 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0592>

⁴⁷ Reglamento (UE) N° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, del 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>

⁴⁸ Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0057>

En síntesis, observaremos que la legislación europea, al optar por fundar su regulación en el fundamento del *equal access* tendería a abarcar un rango más amplio de conductas bajo la prohibición del *insider trading*, siendo, asimismo, una justificación que resulta menos rebuscada que la adoptada por la regulación estadounidense.

3.2.2 El marco normativo:

La RAM define información privilegiada como:

“la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos”

Posteriormente, el artículo 8 inc. 1., define a las operaciones con información privilegiada de la siguiente manera:

“las operaciones con información privilegiada son las realizadas por una persona que dispone de información privilegiada y que la utiliza adquiriendo, transmitiendo o cediendo, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, los instrumentos financieros a los que se refiere esa información. Se considerará asimismo como operación con información privilegiada la utilización de este tipo de información cancelando o modificando una orden relativa al instrumento financiero al que se refiere la información, cuando se hubiese dado la orden antes de que el interesado tuviera conocimiento de la información privilegiada. En relación con las subastas de derechos de emisión u otros productos subastados basados en esos derechos, celebradas de conformidad con el Reglamento (UE) no 1031/2010, la utilización de información privilegiada incluye asimismo la presentación, modificación o retirada de una oferta por una persona tanto cuando actúe por cuenta propia como de terceros.”

Asimismo, en el inc. 2 del artículo 8 se establece que las regulaciones aplicables al *insider dealing* se extienden *“a toda persona que posea información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el párrafo primero cuando dicha persona sepa o deba saber que se trata de información privilegiada.”* A partir de este inciso, se establece la diferencia clave con la regulación de Estados Unidos, dado que evidencia la total irrelevancia de que exista un deber fiduciario hacia otra persona. Lo importante para que la conducta encuadre dentro de la norma es que: (i) haya posesión de información privilegiada y (ii) que quien la posee sepa o debiera saber que se trata de información privilegiada. No hay ningún requisito

de que se cometa un fraude o engaño hacia el emisor, la contraparte o la fuente de la información, dado que simplemente el legislador no quiso que así fuera.

Por último, establece la prohibición de operar con información privilegiada en su artículo 14, donde sostiene que:

“Ninguna persona podrá:

a) realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada;

b) recomendar que otra persona realice operaciones con información privilegiada o inducirlo a ello, o

c) comunicar ilícitamente información privilegiada.”

En consecuencia, en base a estas disposiciones se puede afirmar que para calificar como *insider* solo es necesario estar en posesión de información privilegiada, sin importar si la persona adquirió esa información por una relación que implique un deber fiduciario. Y, como surge del artículo 8 inc.2, la única limitación a la aplicación de esta regulación es el requisito de que la persona haya sabido o haya debido saber que estaba actuando en base a información privilegiada.⁴⁹

Ahora bien, dado que mencionamos el carácter amplio de esta regulación, se le podrían trasladar las críticas que se formulaban contra la teoría del *equal access* y del fallo TGS, que afirmaban que este fundamento abarca un rango demasiado amplio de conductas. Para evitar este problema, la RAM establece en su artículo 9 una serie de defensas que permiten exculpar a quienes técnicamente estarían operando con información privilegiada, pero con fines lícitos. Por ejemplo, un adquirente que se está preparando para lanzar una OPA de una empresa, técnicamente posee la información privilegiada de que él mismo va a realizar la OPA, por lo cual, si decide comprar algunas acciones antes de lanzar la OPA, estaría cometiendo *insider trading*. En este sentido, la RAM establece que esta conducta no será considerada como una operación en uso de información privilegiada.⁵⁰ Lo mismo sucede para el caso de los analistas de mercado, sobre los cuales se sostiene que utilizar el producto de sus investigaciones no será considerado como operación en abuso de información privilegiada.⁵¹

⁴⁹ Taleska, Ana. 2020. "European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies" *European Company and Financial Law Review* 17, N° 5: 558-600. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2020-0024>

⁵⁰ Art 9. Inc. 4 de la RAM.

⁵¹ Considerando 28 de la RAM.

3.2.3 El caso “Spector”:

El caso Spector, decidido en 2009, es el precedente más renombrado que se presentó en el sistema europeo sobre la cuestión, en el cual el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (“TJUE”) tuvo que pronunciarse respecto del alcance de la regulación de *insider dealing* aplicable en ese momento.

Los hechos del caso involucran a Spector Photo Group N.V. (“Spector”), una empresa belga que cotizaba sus acciones públicamente, que decidió ofrecer opciones de compra sobre sus propias acciones a sus empleados. Para ello, la empresa iba a usar las acciones que tenía en su poder y, si era necesario, compraría acciones en el mercado. Uno de los directores de Spector, Chris Van Raemdonck, emitió dos órdenes de compra en nombre de la empresa, que le permitieron adquirir 19.773 acciones a un precio promedio de € 9,97 por acción (siendo que para las opciones de compra se había fijado un precio de € 10,45). Posteriormente, Spector decidió publicar información relativa a la obtención de buenos resultados y a la política comercial de la compañía, lo cual derivó en un aumento del precio de las acciones, que alcanzaron los €12,50. En consecuencia, el ente regulador belga decidió sancionar con multas a la empresa y a Van Raemdonck. Frente a esta decisión, estos últimos sostuvieron que las autoridades no habían demostrado la existencia de un nexo causal entre la posesión de información privilegiada y la compra de las acciones.⁵²

El caso finalmente llegó al TJUE, que debió pronunciarse sobre la cuestión de si las normas que regulaban el *insider dealing* establecían una presunción absoluta de que quienes poseen información privilegiada la están usando, o si esto debe ser demostrado.

En su decisión, el TJUE estableció una regla general, donde se presume que la realización de una operación en posesión de información privilegiada implica la utilización de la información. Sin embargo, al mismo tiempo instituyó la excepción a esta regla general, argumentando que esta presunción puede ser refutada si se puede demostrar que las circunstancias en que la operación fue realizada dejan en claro que no se atentó contra la finalidad de la regulación del *insider dealing*.⁵³ En este sentido, el TJUE sostuvo:

⁵² Tribunal de Justicia Europeo. Asunto C-45/08. Spector Photo Group NV y Chris Van Raemdonck contra Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA). 9-10. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008CJ0045&from=EN>.

⁵³ Bascañán Rodríguez, Antonio. 2017. “Posesión, uso y explotación de la información privilegiada como elementos del *insider trading* en el derecho comparado del mercado de valores”. *Política Criminal* 12, no. 23: 501. <https://www.scielo.cl/pdf/politcrim/v12n23/art13.pdf>

“De lo anterior se desprende que la cuestión de si un poseedor primario de información privilegiada «utiliza esta información» en el sentido del artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 debe determinarse a la luz de la finalidad de dicha Directiva, que consiste en garantizar la integridad de los mercados financieros y en aumentar la confianza de los inversores, confianza que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada. Sólo una utilización contraria a esta finalidad constituye una operación prohibida con información privilegiada.”⁵⁴

De acuerdo con el autor Lars Klohn, establecer el principio del *equal access* como guía interpretativa para determinar una posible refutación de la presunción de uso significó la creación de una nueva fuente de derecho a la que el TJUE puede recurrir a la hora de interpretar otros vacíos regulatorios en futuras decisiones.⁵⁵ De esta manera, el caso Spector deja clara la trascendental relevancia que el sistema europeo le otorga al principio en el cual se fundamenta la prohibición del *insider dealing*, otorgándole un rol protagonista a la hora de esclarecer las zonas grises de la regulación.

3.2.4 Reflexiones sobre la regulación Europea:

En definitiva, las normas europeas se basan en una justificación menos compleja que las normas estadounidenses, principalmente porque son producto de una disposición legislativa específica sobre la materia. De esta manera, el legislador del parlamento europeo encontró un problema del que le interesaba ocuparse y buscó establecer una regulación armonizadora de las legislaciones internas de los países del continente.

Para ello, se fundamentó en la existencia de un daño a la integridad, la transparencia y la confianza de los mercados de capitales. La referencia del considerando 23° de la RAM a la obtención de una ventaja injusta en detrimento de aquellos terceros que desconocen la información parece vincularse claramente con un reproche moral hacia la conducta, en línea con lo sostenido por Klaw y Meyer.⁵⁶ De manera que se podría afirmar que, al menos en parte, el legislador europeo adhiere a la idea de que se debe prohibir el *insider trading* porque los *insiders* no han realizado ningún mérito para obtener esta ventaja.

Esto trae grandes beneficios a la hora de enfrentar las posibles áreas grises en las que podría no ser claro si se trata de un caso de *insider trading* o no. Los principales vacíos legales y

⁵⁴ TJUE. “Spector...”. Parr. 61

⁵⁵ Lars Klöhn. “The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group”. 2010. *European Company and Financial Law Review* 7, no. 2: 10. <https://doi.org/10.1515/ecfr.2010.347>

⁵⁶ Klaw y Mayer. “Ethics, Markets...”. 66.

dificultades interpretativas que hemos mencionado que ocurren en Estados Unidos son fácilmente afrontados por las normas de la UE.⁵⁷ Toda persona que posee información privilegiada y conoce o debería conocer su carácter tiene prohibido negociar con ella, sin importar si existe o no un deber fiduciario hacia el emisor o la contraparte como el requerido en *Chiarella*; una relación de confianza, como la requerida por la *US v. O'Hagan* y que ha generado dificultades en *SEC v. Chestman*; o un beneficio para quien suministra la información, como se requiere en *Dirks v. SEC*.

La realidad es que no parecería haber diferencia en el daño que produce a los mercados y a la contraparte una operación con información privilegiada por parte de un *insider* corporativo o por parte de alguien que escucha casualmente una conversación y luego opera en base a esa información, conociendo que esta tenía -o probablemente tenía- un carácter confidencial. De esta manera, se evita hacer distinciones innecesarias que solamente conducen a dejar impunes conductas que son igualmente reprochables.

3.3 Regulación en China:

3.3.1 Marco normativo:

Debido al establecimiento relativamente reciente de los mercados de capitales en China, la regulación del *insider trading* ha existido prácticamente en todo momento desde su creación. A la hora de crear las normas que reglamentarían la cuestión, los legisladores del país asiático ya contaban con numerosos antecedentes normativos a nivel internacional que inspirarían la estructuración del régimen. No obstante, inicialmente la regulación de los mercados en China se topó con algunos problemas debido al establecimiento de un régimen descentralizado, donde cada provincia contaba con un ente regulatorio propio, lo que implicaba ciertos conflictos de competencia y diferencias en el criterio interpretativo de los distintos organismos. Sin embargo, desde 1992 se comenzó a implementar un régimen regulatorio centralizado, que finalmente convirtió a la Comisión Reguladora de Valores China ("CRVC") en 1998 en el ente principal encargado del control y la sanción de las conductas de quienes intervienen en este ámbito.⁵⁸

⁵⁷ Langenbutcher, Katja. 2013. "Insider trading in European law". En Bainbridge, Stephen M. *Research Handbook on Insider Trading*. UK:443-444 Edward Elgar Publishing Limited. <https://www.ius.uzh.ch/dam/jcr:6b43b071-5772-4bfe-9a57-6eca5d2a1cbd/Langenbucher%20-%20Insider%20Trading%20in%20European%20Law.pdf>

⁵⁸ Huang, Hui. 2005. "The Regulation of Insider Trading in China: A Critical Review and Proposals for Reform". *Social Science Research Network*: 2-3. <https://ssrn.com/abstract=249708>.

Actualmente, el *insider trading* se encuentra regulado por la *Securities Law of the People's Republic of China*⁵⁹ ("Securities Law") La norma prohíbe la conducta en su artículo 50, que establece "[a]ny insider, or any other person who has unlawfully obtained inside information is prohibited from taking advantage of the inside information to engage in securities transactions."

Posteriormente, en el artículo 51 se define a través de la siguiente enumeración a los individuos que se considera como *insiders*:

- "(1) Issuer and their directors, supervisors and members of senior management;*
- (2) A shareholder holding 5% or more of the shares of a company as well as the directors, supervisors and members of senior management of the company, the actual controller of the company as well as the directors, supervisors and members of senior management of the company;*
- (3) A company controlled or actually controlled by an issuer as well as the directors, supervisors and members of senior management of the company;*
- (4) A person who, by virtue of his position in a company or of his business dealings with a company, is able to have access to the inside information of the company;*
- (5) An acquirer of a listed company and the acquirer's controlling shareholders, actual controller, directors, supervisors and members of senior management, and the parties to a major assets transaction of a listed company and the party's controlling shareholders, actual controller, directors, supervisors and members of senior management;*
- (6) Relevant persons of securities trading venues, securities companies, securities registration and clearing institutions, and securities service providers who may obtain inside information by virtue of their positions or work;*
- (7) Staff members of securities regulatory body who may obtain inside information by virtue of their duties or work;*
- (8) Staff members of the relevant authorities and regulatory authorities who may obtain inside information by virtue of their statutory duties in the administration of issuance and transaction of securities, or in the administration of acquisition and significant assets transactions of a listed company; and*
- (9) Other persons who may have access to inside information as specified by the securities regulatory authority under the State Council."*

En el artículo 52 se provee una definición general de información privilegiada, que establece que se trata de toda información no pública que involucre las operaciones de negocios o condiciones financieras de una emisora o que pudiera tener un efecto significativo en el precio

⁵⁹ Zhonghua Renming Gongheguo Zhengquanfa [Securities Law of the People's Republic of China]. 28 de diciembre de 2019. República Popular China. <http://www.npc.gov.cn/englishnpc/c23934/202109/9886ca6f805e4663a9a725d6f72066dd.shtml>

de mercado de los valores de la emisora. Dado que esta definición se podría considerar muy amplia y vaga, con el fin de brindar más previsibilidad, la regulación enumera ciertos hechos relevantes que se considera que constituyen información privilegiada antes de ser divulgados. La jurisprudencia china considera que la información privilegiada no necesariamente debe ser sobre la empresa cuyos títulos se cotizan, sino que puede tratarse de información externa, incluyendo cualquier tipo de información no pública que pudiera afectar el precio, tal como sería el caso de políticas estatales que podrían tener un efecto sobre la empresa.⁶⁰

El artículo 53 establece tres niveles para la prohibición: (i) los individuos no pueden efectuar transacciones con información privilegiada por sí mismos; (ii) los individuos no pueden divulgar a terceros la información que poseen; y (iii) los individuos no pueden instar a otras personas a que efectúen transacciones con valores sobre los cuales poseen información privilegiada. Cabe destacar que, en los puntos (ii) y (iii), no es necesario que quien recibe el dato efectivamente realice una transacción, sino que la conducta es sancionable por el mero hecho de divulgar la información o instar a un tercero a negociar.

Además, el artículo 44, modelado a partir de la regla 16 (b) de la SEA, establece una obligación en cabeza de los accionistas con más del 5% y de los miembros de los órganos de gobierno, fiscalización y gerentes de alto rango, de devolver a la compañía las ganancias obtenidas por la venta o compra de acciones dentro de un período de 6 meses desde la compra o venta, respectivamente. A su vez, la Ley hace extensiva esta obligación a las acciones de la compañía que pudiera tener su cónyuge, padres, hijos y aquellas que tiene a través de las cuentas de otros. De esta manera, al igual que lo sucedido en Estados Unidos, el legislador de China buscó instituir un mecanismo que pudiera prevenir los casos de *insider trading* antes de que ocurrieran, de modo que se estableció una presunción de que siempre que un *insider* clásico realice transacciones dentro de un período relativamente corto de tiempo, este debería devolver las ganancias obtenidas, lo cual lo debería disuadir de realizar la transacción en primer lugar.

Por último, en China también existe la posibilidad de establecer sanciones penales por cometer *insider trading*. En este sentido, la figura básica establece una pena de un máximo de 5 años y multas desde el 100% hasta el 500% de las ganancias ilícitas. Por otra parte, se contempla una figura agravada, para el caso de que “las circunstancias sean especialmente

⁶⁰ Huang. “The Regulation of Insider Trading in China...”. 9-10.

serias”, con una pena mínima de 5 años y máxima de 10, y multas del 100% al 500% de las ganancias ilícitas.⁶¹

3.3.2 Críticas a la regulación China:

Si bien los legisladores de China contaban con la experiencia de las regulaciones de otros países a la hora de modelar la regulación local, Hui Hang señala que existen algunos problemas con la forma en la que finalmente diseñaron el marco normativo. El autor sostiene que la regulación China parece no decidirse por cuál sería el fundamento de la prohibición de la conducta, de manera que los legisladores parecen haber tomado las tres teorías principales que se utilizaron a lo largo del tiempo para justificar la prohibición en Estados Unidos y las introdujeron entremezcladas al ordenamiento chino a través de distintos artículos de la Securities Law.⁶²

Por un lado, la prohibición general del art. 50 parecería adoptar la teoría del acceso igualitario que mencionamos que se utilizó en *Texas Gulf Sulphur*, dado que sostiene que cualquier insider tiene prohibido realizar transacciones con información privilegiada. En contraposición, la enumeración de individuos mediante la que se define el término *insider* en el artículo 51 parecen abarcar solamente a los *insiders* de la teoría clásica: directores, gerentes, accionistas, individuos que obtienen información en ocasión del desempeño de su profesión, etc. A su vez, la mención en los artículos 51 y 53 del supuesto de aquellas personas que hayan obtenido información ilícitamente parece indicar la incorporación de la *misappropriation theory* que fue establecida en *O’Hagan*.⁶³

De esta manera, determinar quiénes son considerados *insiders* a partir de una enumeración resulta problemático. Si bien se podría argumentar que ayuda a brindar claridad a la regulación, tiene como desventaja la posibilidad de dejar por fuera del alcance de la norma a casos particulares. Por ejemplo, el caso de una persona que por casualidad tiene acceso a información privilegiada al escuchar una conversación. En este caso, no estaría claro si la prohibición lo alcanza o no, dado que no se encuentra incluido dentro de la enumeración de sujetos que tienen acceso a información por su posición en una compañía, ni en razón de su trabajo y tampoco se puede afirmar que obtuvo la información ilegítimamente.

Por otro lado, la redacción del artículo 53 de las normas chinas presenta un grave defecto, al establecer “[t]he insiders, and other persons who have unlawfully obtained such inside

⁶¹ Huang. “The Regulation of Insider Trading in China...”. 12.

⁶² Huang. “The Regulation of Insider Trading in China...”. 16.

⁶³ Huang. “The Regulation of Insider Trading in China...”. 16-17.

information shall not **purchase or sell the securities of the company concerned**".⁶⁴ Esta referencia a la prohibición de comprar o vender instrumentos de la empresa reduce considerablemente el alcance de la prohibición de la conducta, dado que quedarían por fuera de ella transacciones en las cuales la información privilegiada que se posee puede afectar a otras transacciones. Esta disposición cobró especial relevancia en China en el caso de Everbright Securities, sobre el que se profundizará en el siguiente apartado, donde la mencionada empresa realizó transacciones en posesión de información no pública sobre ETFs que nada tenían que ver con la compañía.

Otro ejemplo de esta situación se dio en un reciente caso⁶⁵ en el que la SEC inició acciones contra un individuo que, habiendo tenido acceso a información privilegiada que indicaba que una empresa farmacéutica de mediano tamaño iba a ser adquirida por Pfizer, decidió adquirir opciones de compra sobre acciones de una empresa comparable que no tenía ningún vínculo con la transacción sobre la que tenía información. Efectivamente, una vez anunciada la transacción que involucraba a Pfizer, el precio de la empresa similar a la adquirida se incrementó considerablemente. En este sentido, la SEC consideró que se trataba de *insider trading* dado que, una vez que se anunciara la transacción, la empresa sobre la cual se habían adquirido opciones sería uno de los pocos potenciales objetivos de adquisición que quedarían disponibles para otras grandes empresas que estuvieran interesadas en realizar adquisiciones similares a la de Pfizer.

Por otra parte, las Cortes chinas han incorporado el requisito de que exista un deber fiduciario, lo cual también es problemático, dado que el concepto de deber fiduciario no está tan desarrollado en el Derecho de China, como si lo está en Estados Unidos. En consecuencia, Huang sostiene que fundamentar la responsabilidad en base a un concepto importado que no es claro en la jurisprudencia local no es conveniente. Como alternativa, propone incorporar al *equal access* como único fundamento para la regulación, de manera que se evitarían las situaciones de incertidumbre que ocurren en Estados Unidos como consecuencia de los vacíos legales que se han mencionado anteriormente.⁶⁶

De esta manera, lo importante sería que la regulación busque mantener un mercado en el que todos los individuos intervinientes hayan tenido la misma posibilidad de acceder a la información sobre la base de la cual tomarán la decisión de realizar o no una transacción. De lo contrario, existiría un daño hacia los inversores y a la transparencia de los mercados de capitales cuando una persona negocia sobre la base de información a la que no todos podían

⁶⁴ El destacado es propio.

⁶⁵ Securities and Exchange Commission v. Matthew Panuwat, 4:21-cv-06322.

⁶⁶ Huang. "The Regulation of Insider Trading in China...". 29-38.

acceder, más allá de si existió o no un incumplimiento de un deber fiduciario, o una apropiación ilegítima de información.⁶⁷

3.3.3 El caso de “Everbright”:

En 2013 ocurrieron en China los hechos de uno de los casos más importantes en la jurisprudencia de dicho país. A las 11 am del 16 de agosto, Everbright Securities Co. LTD (“Everbright”) realizó transacciones sobre un ETF en el Mercado de Valores de Shanghai a través de un sistema automatizado. Este sistema tenía fallas en su diseño que generaron la creación de ordenes de compra extremadamente altas. Cuando la empresa notó el error, cerca de las 11:30, intentó cubrirse de potenciales pérdidas tomando posiciones en corto en futuros de índices y obtuvo una ganancia de 87.2 millones de yuanes antes de revelar al mercado los problemas de su sistema automático.

En definitiva, el defecto no fue revelado al mercado hasta las 2:24 pm, por lo que, en el interín, muchos inversores adquirieron acciones de empresas que estaban dentro del índice del ETF adquirido, pensando que debía existir algún tipo de noticia positiva sobre las empresas debido a las altísimas compras de Everbright. Una vez que se anunció el problema, el mercado se derrumbó y muchos pequeños y medianos inversores no pudieron vender las acciones que habían adquirido, dado que las regulaciones del Mercado de Valores no permitían vender ese tipo de acciones hasta el día siguiente, lo cual terminó generando fuertes pérdidas. En respuesta a esta situación, la CRVC determinó, entre otras infracciones, que las transacciones que realizó Everbright para cubrir sus pérdidas constituían *insider trading*, por lo que decidió confiscar las ganancias ilegítimas, imponer una multa de 5 veces dichas ganancias a la empresa y multas individuales de 600.000 yuanes a cada una de las personas directamente responsables.⁶⁸

Al igual que la actual regulación mencionada anteriormente, las normas sobre *insider trading* al momento de los hechos también requerían que la utilización de información privilegiada haya sido hecha para comprar o vender valores de la empresa involucrada en la información. En este caso, no se podía afirmar que la información que poseía Everbright involucrara los valores que operó, dado que nada tenían que ver las acciones que eran parte del ETF con el error de su sistema automático. En consecuencia, Everbright decidió demandar a la CRVC sosteniendo que la operación no debía ser considerada *insider trading*. Sin embargo, las

⁶⁷ Huang. “The Regulation of Insider Trading in China...”. 29-38.

⁶⁸ Zhang, Chi. 2019 “Public Enforcement in China’s Securities Markets: Is It a ‘Law Matter?’”. *Law and Financial Markets Review* 13, no. 4: 4. <https://eprints.gla.ac.uk/195407/1/195407.pdf>

Cortes de Pekin rechazaron este argumento tanto en Primera Instancia como en la posterior apelación, ignorando completamente este defecto en la redacción de la norma.⁶⁹

3.4 La regulación en Argentina:

3.4.1 Las primeras normas:

En 1991 se crearon las primeras regulaciones del *insider trading* en nuestro país, las cuales, al igual que lo sucedido en China, tomaron como modelo las normas estadounidenses. El primer régimen fue el instaurado por la Resolución General 190/91⁷⁰ ("RG 190/91") de la Comisión Nacional de Valores. La RG 190/91, establecía entre sus fundamentos que:

*"para lograr mercados más transparentes no solo debe mejorarse la información disponible al inversor sino también impedirse prácticas nocivas, susceptibles de dañar la confianza del público en los mercados, como el uso de información privilegiada ("insider trading") en beneficio propio o de terceros."*⁷¹

Este fundamento suena similar al sostenido por los redactores de la RAM europea, por lo que se podría intuir que nuestra regulación sería fundamentada en la teoría del *equal access*. Sin embargo, más adelante se notará que, a partir de un análisis de la redacción final de las normas, esta idea se empieza a desdibujar.

La RG 190/91 estableció el deber de los administradores e integrantes de su órgano de fiscalización de informar por escrito a la CNV acerca de *"todo hecho o situación, positiva o negativa, que por su importancia pueda afectar el desenvolvimiento de las entidades o el curso de la negociación de sus títulos valores en los mercados"*. A su vez, sostenía que debía suministrarse esta información de manera inmediata luego de la producción del hecho o de haber tomado conocimiento.

No obstante, la sociedad podía solicitar, con la aprobación de las $\frac{3}{4}$ partes de los directores y la comisión fiscalizadora, una dispensa, por un tiempo determinado, de la obligación de informar sobre determinados hechos, que aún no fueran públicos y cuya publicación podría perjudicar el interés social. Luego, el artículo 12 instauraba el deber de guardar reserva en cabeza de:

⁶⁹ Zhang. "Public Enforcement...". 4-5

⁷⁰ Comisión Nacional de Valores. Resolución 190/91. Boletín Oficial del 7/1/92. <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/7126412/19920107>

“los directores, administradores, gerentes generales, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, profesionales intervinientes y cualquier persona que en razón de su cargo o actividad tenga información respecto al desenvolvimiento o negocios de una sociedad que aún no sea pública y que pueda influir en la valoración de sus títulos. “

Posteriormente, el artículo 13 definía específicamente la figura de *insider trading*, estableciendo que:

“las personas mencionadas en el artículo anterior 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.”

A su vez, en el artículo 14 se extendía este deber de reserva a las personas que se relacionaran temporal o accidentalmente con la sociedad o los sujetos del artículo 12, incluyendo también una obligación para estos últimos de velar para que sus subordinados o terceros de confianza no incurrieran en abuso de información privilegiada.

Luego, en 2001 se dictó el Decreto 677/01⁷², del *Régimen de Transparencia de la Oferta Pública*, que establecía expresamente el deber de abstenerse de negociar con valores negociables susceptibles de ser afectados por la información privilegiada hasta tanto esta se hiciera pública. Por otra parte, como novedades para la regulación incorporó las acciones de recupero y de reparación por contemporaneidad. Con respecto a la primera, el artículo 33 decía:

“el diferencial de precio positivo obtenido por las personas comprendidas en el párrafo anterior proveniente de cualquier compra y venta o de cualquier venta y compra efectuadas dentro de un período de SEIS (6) meses, respecto de cualquier valor negociable de los emisores a que se hallaren vinculados, corresponderán al emisor y serán recuperables por él, sin perjuicio de las sanciones que pudieren corresponder al infractor.”

Por otro lado, con respecto a la reparación por contemporaneidad, el artículo 37 sostenía que:

“toda persona que opere en un mercado autorizado, en violación a los deberes impuestos en el presente Título, será responsable por el daño 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 (cuando dicha violación esté basada en la venta de valores negociables o de

⁷² Decreto 677/2001. *Regimen de Transparencia de la Oferta Pública*. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67128/norma.htm>

contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza), o vendido (cuando dicha violación esté basada en la compra de valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza) o que vieran afectado un derecho, renta o interés, como consecuencia o en ocasión de la violación de deberes aludida.”

De esta manera, se estableció un mecanismo de indemnización para aquellos inversores perjudicados por el abuso de información privilegiada, con un límite en la ganancia obtenida o la pérdida evitada, sin perjuicio de las acciones civiles correspondientes.

Por otra parte, cabe mencionar que en el año 2011 se produjo la sanción de una reforma del Código Penal⁷³, que implicó la modificación del paradigma de sanciones administrativas y civiles que se venía implementando hasta el momento. Esta modificación incorporó el artículo 307, que establece penas de prisión de 1 a 4 años e inhabilitación de hasta 5 años para:

“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 consecuencia, desde la sanción de dicha reforma, los *insiders* no solo se exponen a una sanción administrativa, sino que incluso pueden llegar a ir a prisión por su conducta ilícita.

3.4.2 La Ley Mercado de Capitales:

En la actualidad, la materia se encuentra regulada por la Ley 26.831, conocida como *Ley de Mercado de Capitales*⁷⁴ (“LMC”), que, en gran medida, reitera en sus artículos 102, 117, 118 y 125 la regulación establecida por el decreto 677/01 del *Régimen de la Transparencia de la Oferta Pública*.

En el artículo 117 se establece la prohibición del *insider trading*, sosteniendo que:

“Los directores, miembros del órgano de fiscalización, accionistas, representantes de accionistas y todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora o entidad registrada, por sí o por persona interpuesta, así como los funcionarios públicos y aquellos directivos, funcionarios y empleados de los agentes de calificación de riesgo y de los organismos de control públicos o privados, incluidos la Comisión Nacional de Valores,

⁷³ Ley 26.733. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/190000-194999/192139/norma.htm#:~:text=El%20que%20hiciere%20alzar%20o,sino%20a%20un%20precio%20determinado.>

⁷⁴ Ley 26.831. *Ley de Mercado de Capitales.* <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/texact.htm>

mercados y agentes de depósito y cualquier otra persona que, en razón de sus tareas tenga acceso a similar información, no podrán valerse de la información reservada o privilegiada a fin de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública. Lo aquí dispuesto se aplica también a las personas mencionadas en el artículo 35 de la ley 24.083 y sus modificaciones. (...)

A partir de la redacción de este artículo, se puede observar que la enumeración de sujetos realizada abarca a un número muy limitado de sujetos, incluso menos abarcativo que la actual regulación estadounidense. En este sentido, por un lado, claramente se importó la teoría clásica en los términos de *Chiarella*, dado que se hace mención a sujetos con un deber fiduciario hacia la empresa (directores, miembros del órgano de administración, etc); y, por el otro, se incorporaron los lineamientos establecidos en *Dirks*, con respecto al requisito de que se obtenga algún tipo de ventaja al realizar transacciones, para sí o para otros.

Sin embargo, no está demasiado claro que se haya incorporado la *misappropriation theory*, o por lo menos no ha sido incorporada con el mismo alcance que tiene en Estados Unidos. En este sentido, se podría interpretar que la frase “cualquier otra persona que, en razón de sus tareas tenga acceso a similar información” incluye a individuos comprendidos por la *misappropriation theory* en circunstancias similares a *O'Hagan*, donde el *insider* tiene acceso a la información por su trabajo. No obstante, sujetos que en Estados Unidos fueron alcanzados por esta teoría por la existencia de una relación de confianza distinta, tales como cónyuges, familiares, amigos cercanos o personas que han celebrado un acuerdo de confidencialidad parecen quedar por fuera de la regulación de la LMC.

A su vez, en ningún momento se establece una previsión tal como la del art. 8 inc. 2 de la RAM, que extienda la prohibición a todo aquel que posea información privilegiada y conozca o debiera conocer su carácter confidencial. De esta manera, a pesar de que nuestro ordenamiento sostiene estar fundamentado en una política que busca promover la protección del inversor y la transparencia e integridad del mercado de capitales, se dejan por fuera del alcance de la norma numerosas situaciones que son igualmente disvaliosas para los inversores perjudicados.

En definitiva, a aquel que sufre una pérdida por no contar con acceso a la información privilegiada que poseía su contraparte no le interesa si este la obtuvo debido a su cargo como directivo de una empresa o si se trata de un taxista que escucha la conversación

telefónica de un pasajero. En ambos casos, habrá sufrido un perjuicio de forma injusta y tanto su confianza como la de terceros hacia el mercado de capitales probablemente se verá erosionada por el hecho de que se permitió que una persona realice transacciones con información privilegiada impunemente.

Por otro lado, el art. 117 reitera la mala redacción del art. 33 del Decreto 677/01, al sostener que se debe devolver a la Sociedad o, en su caso, a sus accionistas:

“(...) el diferencial de precio positivo obtenido por quienes hubieren hecho uso indebido de información privilegiada proveniente de cualquier operación efectuada dentro de un período de seis (6) meses, respecto de cualquier valor negociable de los emisores a que se hallaren vinculados, corresponderá al emisor y será recuperable por él, sin perjuicio de las sanciones que pudieren corresponder al infractor. Si el emisor omitiera incoar la acción correspondiente o no lo hiciera dentro de los sesenta (60) días de ser intimado a ello, o no lo impulsara diligentemente después de la intimación, dichos actos podrán ser realizados por cualquier accionista.”

Cabe mencionar que esta disposición parece inspirarse en la regla 16 b) de la SEA, que, de acuerdo con el texto aprobado por el legislador estadounidense, consiste en un instituto que tiene una finalidad preventiva del *insider trading*, mediante el cual se establece una presunción de que toda ganancia de los *insiders* corporativos (beneficiario final, directores o funcionarios) por la compra o venta de títulos de la empresa dentro de un período de seis meses desde su venta o adquisición, respectivamente, fue obtenida por su conocimiento de información privilegiada y debe ser reintegrada a la emisora, o a un accionista en el caso de que esta no ejerza su derecho oportunamente. Solamente se admite una excepción en el caso de que el título haya sido adquirido de buena fe, en virtud de una deuda previamente contraída.⁷⁵

No obstante, en nuestro ordenamiento el legislador ha decidido sujetar la aplicación de esta disposición a que previamente se compruebe la existencia de *insider trading*, por lo que la norma perdería su carácter preventivo y parecería ser de una naturaleza más bien sancionatoria. Ahora bien, en este caso, no se comprende por qué razón el legislador limitaría a un período de seis meses las transacciones por las que serían recuperables las ganancias.⁷⁶ En la regla 16 (b), la fijación de este período tiene sentido, dado que se busca recuperar aquellas ganancias obtenidas por compras y ventas realizadas en un tiempo

⁷⁵ 15 U.S. Code § 78p (b)

⁷⁶ Luchinsky, Rodrigo S. 2001. “Prevención del insider trading: la acción de restitución de beneficios en el corto plazo”. *Revista de las Sociedades y Concursos* N°9. Buenos Aires: Ad-Hoc. <http://www.luchinsky.com/sites/default/files/pst.pdf>

relativamente corto, lo cual sería un indicio de un accionar especulativo por parte de los *insiders* corporativos. Sin embargo, si la norma tiene un fin sancionatorio, se debería buscar recuperar la mayor cantidad de ganancias ilícitamente obtenidas posible. En definitiva, la realidad indica que parecería existir un error en la redacción final de la norma, dado que el propio autor de uno de los antecedentes de la regulación señalaba que esta norma establecía una presunción *iure et de iure*, con el fin de lograr un efecto preventivo.⁷⁷

3.4.3 El fallo “Terrabusi”:

Este caso consistió en el primer precedente que ocurrió en el país en el cual se aplicó la figura del *insider trading*. Los hechos, según el sumario impulsado por la CNV,⁷⁸ se dieron en el marco de una negociación para la venta del paquete accionario mayoritario de Terrabusi a la empresa Nabisco. Hacia fines de 1993 se iniciaron negociaciones con Nabisco para la venta del paquete de control de Terrabusi. En los primeros días de diciembre de 1993, las partes suscribieron un acuerdo de entendimiento sobre el precio y la cantidad de acciones a vender, fijando un plazo dentro del cual se completaría la transferencia del paquete accionario. El precio inicial acordado fue de 5,80 por acción, el cual no fue divulgado públicamente, haciendo uso de la dispensa de la obligación de informar a la CNV. Durante el transcurso del plazo fijado y con conocimiento del precio ofrecido, algunos de estos ejecutivos vendieron y recompraron acciones de Terrabusi en el Mercado de Valores de Buenos Aires. Estos vendieron acciones cuando el precio en el mercado superaba los 5,80 ofrecidos por Nabisco y luego recompraban cuando cotizaba por debajo de los 5,80. En marzo de 1994, las partes acordaron un precio final de 6,50 por acción para la transferencia del paquete de control, precio que tampoco fue divulgado. Conociendo este acuerdo, los accionistas en cuestión efectuaron recompras a precios superiores a 5,80 pero por debajo de los 6,50.

En consecuencia, la CNV dictó la Resolución 11.377, en la cual dispuso como sanción la imposición de multas a los ejecutivos de Terrabusi por incumplir con las normas relativas al *insider trading*. Finalmente, el caso terminó llegando a la Corte Suprema de Justicia, que, adhiriendo a la opinión de la Procuradora General de la Nación (“PGN”), decidió revocar el pronunciamiento de la Cámara y confirmar la sanción impuesta por la Resolución 11.377. Cabe mencionar que la PGN, al referirse a la necesidad de impedir daños a la confianza de los inversores, sostuvo que:

⁷⁷ Luchinsky. “Prevención...”. Notas 24 y 25 sobre el Proyecto Snopek. 8.

⁷⁸ Comisión Nacional de Valores. Resolución 11377. <http://www.derecho-comercial.com/Jurisprudencia/CNV11377.pdf>

<http://www.derecho-comercial.com/Jurisprudencia/CNV11377.pdf>

“(…) esa confianza presupone un deber fiduciario de lealtad, debido -en el caso- por los insiders a la sociedad y sus accionistas y que encuentra sustento no ya en los artículos 59 y 274 de la Ley N° 19.550 solamente, sino también en la reglamentación del mercado de capitales.”⁷⁹

Nuevamente, este comentario hace evidente una interpretación influenciada por la teoría clásica de la regulación estadounidense, la cual postulaba la necesidad de que exista un incumplimiento a un deber fiduciario, a pesar de que los fundamentos de las Resoluciones de la CNV que aplicaban a la cuestión parecían indicar una aproximación más cercana a la teoría del *equal access*. De esta manera, al igual que sucedió en China, se observa cierta confusión por parte de los operadores jurídicos de nuestro país respecto de las teorías bajo las cuales se debe fundamentar la prohibición del *insider trading*. Si este precedente fuera interpretado en el sentido de que establece como requisito indispensable la existencia de un deber fiduciario, podría limitar considerablemente el alcance de las conductas abarcadas.

3.4.4 El caso de "Solfina S.A":

Por otro lado, en 2005 se dictó sentencia en otro caso de abuso de información privilegiada. En esta ocasión, los directores de Solfina S.A (“Solfina”), controlante de “Sociedad Comercial del Plata” (“SCP”), utilizaron a una sociedad denominada FINAD, radicada en Suiza, para vender sus acciones de SCP con conocimiento de que esta incurriría en incumplimiento en el pago de obligaciones negociables y que estaban próximas a vencer. De esta manera, Solfina S.A. y sus directores obtuvieron un beneficio ilegítimo ya que tuvieron acceso a un mejor precio por la venta de sus acciones que el que hubieran obtenido luego de hacerse pública la información del default de SCP, violando las regulaciones de *insider trading*. En consecuencia, la CNV, a través de la Resolución 15.125,⁸⁰ decidió imponer una multa a los involucrados como sanción por su actuación indebida. Posteriormente, los sumariados decidieron apelar ante la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, obteniendo una resolución desfavorable, denegándoseles subsiguientemente el recurso extraordinario y un recurso de queja.

⁷⁹ Dictamen de la Procuradora General de la Nación. 2007. CS. “Comisión Nacional De Valores C/ Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.”: 16-17. Fallos 330:1855. <https://sjconsulta.csjn.gov.ar/sjconsulta/documentos/verDocumentoDictamenSumarioById.html?idDocumento=5134>.

⁸⁰ Comisión Nacional de Valores. Resolución 15125. <https://www.cnv.gov.ar/descargas/sumarios/blob/06afcf23-7a84-4098-999d-74844158d751>.

En este caso, la Fiscal de Cámara señala en su dictamen (cuyos fundamentos fueron compartidos por la Cámara) que:

“el deber de actuar de las directoras de Solfiná surgía justamente del cargo que desempeñaban. La confianza que requiere la oferta pública de acciones presupone un deber fiduciario de lealtad, debido por los insiders a la sociedad y sus accionistas y que encuentra sustento no ya en los artículos 59 y 274 de la ley 19.550 solamente, sino también en la reglamentación del mercado de capitales, que tiene por objeto impedir prácticas tendientes a dañar la transparencia en este ámbito”⁸¹

Sin embargo, previamente había sostenido:

“En mi parecer, los considerandos de la directiva comunitaria 592 del 13/11/1989, define con precisión el fundamento de la regulación estatal del insider trading, en cuanto declaran que: ‘Se quiere garantizar el buen funcionamiento del mercado de valores mobiliarios, que dependa, en gran medida, de la confianza que él inspira a los inversores. Y esta confianza se basa en el hecho de garantizar a los inversores igualdad o paridad de condiciones; en cambio, las operaciones efectuadas por las personas que están en posesión de información privilegiada comprometen tal confianza, por el hecho de ofrecer ventajas a algunos inversores respecto de otros. En otras palabras: la paridad de condiciones presupone que todos dispongan de la misma información; por eso, el que dispone de información privilegiada debe abstenerse de operar en el mercado.’”⁸²

Nuevamente queda en evidencia la confusión de los operadores jurídicos con respecto a la teoría bajo la que se fundamenta la regulación del *insider trading* en Argentina. No se puede pretender sostener que la obligación de no operar con información privilegiada de las Directoras de Solfiná surgía de un deber fiduciario hacia la empresa, cuando a todas luces los fundamentos de nuestra regulación sostienen que esta se apoya sobre la imposición de un deber general de no negociar con información privilegiada, en razón de que esto resulta injusto para los demás inversores y, por ende, perjudicial para la confianza en el mercado.

3.4.5 El caso de “CAPEX”:

Finalmente, el último caso sobre la materia que fue tratado en nuestra jurisprudencia recibió sentencia por parte de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial en 2016, e involucraba a las empresas CAPEX S.A. (“CAPEX”), Compañías Asociadas Petroleras S.A.

⁸¹ Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala B. 2006. “Comisión Nacional De Valores C/ Comercial Del Plata S/ Oscilacion en su precio Denuncia S/Organismos Externos”, TR LALEY AR/JUR/9840/2006: 7.

⁸² CN COM. “Comisión Nacional de Valores c/ Comercial del Plata...”. 8.

("CAPSA") e Interenergy Argentina S.A. ("IASA"). En este caso, de acuerdo al Sumario instruido por la CNV⁸³, CAPSA decidió aportar 260.000 acciones emitidas por CAPEX a IASA (ambas sociedades eran controladas por CAPSA). Este aporte se había efectuado con el fin de que IASA posteriormente vendiera estas acciones y pudiera hacerse de los fondos necesarios para cancelar una deuda que tenía con CAPSA. Debido a la iliquidez de estas acciones, una de las Directoras de CAPSA reconoció que la venta se hizo de manera escalonada, en un período de tiempo comprendido entre el 02/12/2008 y el 10/12/2008, siendo que, de lo contrario, "se destruía el mercado".⁸⁴

En efecto, las ventas realizadas por IASA representaron entre el 70% y el 80% del volumen total operado en dicho período y el sector encargado del monitoreo de mercados registró una tendencia bajista durante esos días. Luego de la realización de estas operaciones, la CNV decidió instruir un sumario debido a que estos hechos no fueron informados oportunamente por ninguna de las empresas como "hechos relevantes". En este sentido, la CNV sostuvo que: *"la carencia informativa privó al resto de los accionistas -los no controlantes- de la posibilidad de adoptar decisiones de inversión o desinversión, con pleno conocimiento de causa, en tiempo oportuno."*⁸⁵ En consecuencia, se determinó imponer la sanción de multa a CAPSA, IASA y sus directores por incumplir con el deber de informar estos hechos relevantes o abstenerse de negociar en posesión de información de carácter no público.

Posteriormente, esta decisión fue apelada ante la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, que confirmó la existencia de los incumplimientos determinados en el sumario de la CNV, pero redujo las multas. Es interesante destacar que la Cámara sostuvo como respuesta a la petición de los sumariados de que se les aplicara solamente un apercibimiento que:

*"La "elección" de la multa y no de cualquier otra sanción distinta, responde a las circunstancias singulares del caso: a) las infracciones sancionadas ponen en peligro uno de los valores o bienes jurídicos de mayor importancia en el mercado de valores, cual es la información y su relación con la confianza del público en el sistema financiero (...)"*⁸⁶

En este sentido, el especial énfasis que hace la Cámara en el menoscabo a la confianza del público hacia el sistema financiero para la determinación de sanciones da cuenta de la

⁸³ Comisión Nacional de Valores. Resolución 16515. <https://www.cnv.gov.ar/descargas/sumarios/blob/d3524503-d4d6-4a48-b237-c43ab244ba2d>.

⁸⁴ CNV. Resolución 16515 CNV. 2.

⁸⁵ CNV. Resolución 16515 CNV. 15.

⁸⁶ Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala D. 2016. "Comisión Nacional De Valores c/ CAPEX S.A s/ denuncia por Ferrari, Néstor Donato s/ posible uso de información privilegiada s/Organismos Externos", TR LALEY AR/JUR/24050/2016.

relevancia que tiene el fundamento de las regulaciones que se infringieron. A su vez, lo sostenido por la CNV en este caso cuando hizo referencia a la situación de los accionistas no controlantes pone de manifiesto la importancia que tiene la existencia de un perjuicio hacia los demás intervinientes del mercado.

3.4.6 Posibles reformas:

En definitiva, a la luz de todo lo expuesto, resulta evidente que la mala importación de la regulación del *insider trading* a partir de la experiencia internacional ha generado en nuestro país una mezcla normativa que presenta dificultades. Aparentemente, quienes crearon las normas y también quienes posteriormente debieron interpretarlas, en vez de tomar una determinación final y elegir uno de los modelos regulatorios existentes, importaron conceptos y fundamentos de todos ellos, que no son del todo compatibles.

Es por esto que es necesario que el legislador realice reformas a la redacción de nuestra regulación, adoptando definitivamente la teoría del *equal access*, de manera que queden reflejados los fundamentos que desde un principio inspiraron a la adopción de medidas contra el *insider trading* en nuestro país. En este sentido, se debería incorporar una norma similar al art. 8 inc. 2 de la RAM europea, que extienda la prohibición de operar con información privilegiada a todo aquel sujeto que posea este tipo de información, conociendo o debiendo conocer su carácter reservado. De esta manera, se evitarían dificultades interpretativas y se ampliaría el limitado alcance que actualmente tienen nuestras normas.

A su vez, para evitar que se amplíe excesivamente el alcance de las normas, debería incorporarse una norma que establezca defensas afirmativas al estilo de las del art. 9 de la RAM, que permitan, por ejemplo, que los analistas de mercado puedan utilizar la información producto de sus investigaciones, o que los adquirentes en una OPA puedan operar libremente.

Por otra parte, es necesario reformar la sección del artículo 117 de la LMC que hace referencia a la acción de recupero por parte de la Sociedad o sus accionistas. Se ha mencionado que la norma que la inspiró tenía un fin preventivo del *insider trading*, el cual ha quedado completamente desdibujado en la redacción que se terminó adoptando, lo que nos ha dejado con una norma con un fin más bien sancionatorio. En consecuencia, se debería eliminar la frase que establece el requisito de que efectivamente se haya comprobado que ocurrió *insider trading* para la procedencia de la acción.

Por último, es necesario mencionar que todas estas reformas serían poco útiles si no se realiza un efectivo control y monitoreo de las operaciones que ocurren en el mercado. En este sentido, se ha mencionado que los estudios empíricos llegaron a la conclusión de que la mera sanción de leyes no tiene efectos considerables. Sin embargo, una vez aplicadas sanciones en base a estas leyes, se comienzan a percibir efectos positivos sobre los mercados de capitales. En otras palabras, las normas solo son efectivas si aquellos sujetos cuya conducta se busca regular perciben que es probable que reciban un castigo si no las cumplen. La escasa cantidad de precedentes judiciales y administrativos en Argentina parece ser indicativa de una falta de capacidad de control por parte de la Comisión Nacional de Valores. En consecuencia, sería importante poder dotar a la CNV de los recursos y facultades necesarias para lograr un efectivo monitoreo de estas conductas nocivas para nuestro mercado bursátil.

4. Conclusión:

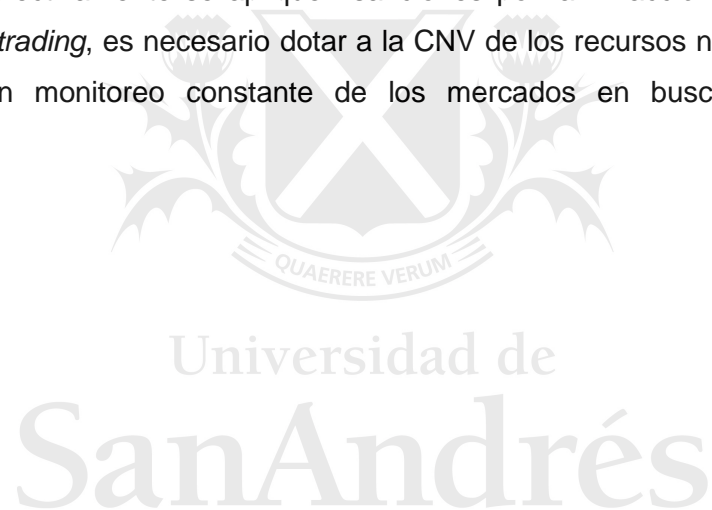
Como se ha mencionado anteriormente, los mercados de capitales son fundamentales para el desarrollo de una economía. La existencia de conductas como el *insider trading* pueden poner en duda la integridad y transparencia de estos mercados, lo cual resultaría negativo para toda la sociedad. En el presente escrito se han analizado los argumentos de quienes sostienen que la conducta no debe ser regulada y se ha señalado que existen contraargumentos que desacreditan su validez. No existe suficiente evidencia que demuestre que los supuestos beneficios económicos de la desregulación son suficientemente contundentes como para dejar de lado el perjuicio que se ocasiona a aquellas personas que pierden injustamente por no contar con acceso a información privilegiada. De hecho, se ha señalado, a partir de los resultados obtenidos en estudios empíricos, que la prohibición y la ejecución de sanciones por *insider trading* trae distintos beneficios a los mercados de capitales, tales como: disminución del *cost of equity*, disminución en la concentración de la propiedad de los activos, acciones más informativas y aumento de la liquidez del mercado.

A su vez, partiendo de una ética contractualista, si los integrantes de la sociedad decidieran desde la “posición original” cuáles son las reglas que deben ser aplicables a las transacciones en el mercado de capitales, estos optarían por aquellas que garanticen la igualdad de acceso a la información, lo que permitiría que la habilidad e inteligencia de los individuos sean los factores determinantes para obtener un beneficio. En definitiva, la sumatoria de estos factores permite llegar a la conclusión de que el *insider trading* debe ser prohibido.

Por otra parte, se ha analizado la evolución de la regulación del *insider trading* en el derecho comparado, comenzando con los primeros antecedentes establecidos en Estados Unidos y

observando la incorporación de este tipo de normas en Europa y China. A partir del estudio de la experiencia en otras jurisdicciones, se señalaron algunos problemas que presentan las normas argentinas sobre la cuestión. En este sentido, los fundamentos de nuestra regulación sostienen que se busca resguardar la integridad, equidad y la confianza en el mercado con el fin de favorecer su desarrollo y, a su vez, proteger una importante fuente de financiamiento para las empresas. Sin embargo, la redacción final de nuestras normas trajo como resultado una regulación que no es adecuada para cumplir con su cometido. Es por esto que se debe reformar la *Ley Mercado de Capitales*, de manera que esta abarque a los sujetos que actualmente no están comprendidos por la regulación y se rectifiquen los defectos legislativos que llevaron a que la acción de recupero establecida sea un instituto meramente sancionatorio y no una herramienta preventiva.

Por último, dado que los estudios empíricos concluyen que es esencial para la disuasión de la conducta que efectivamente se apliquen sanciones por la infracción a las normas que regulan el *insider trading*, es necesario dotar a la CNV de los recursos necesarios para que pueda realizar un monitoreo constante de los mercados en busca de operaciones sospechosas.



5. Bibliografía:

Ausubel, Lawrence M. 1990. "Insider Trading in a Rational Expectations Economy". *The American Economic Review* 80, N° 5: 1022–41. <http://www.jstor.org/stable/2006759>.

Bainbridge, Stephen M. 1999. "Insider Trading". En *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III*, editado por. Bouckaert, Boudewijn, y Gerrit De Geest. Edward Elgar Publishing: 3. <https://reference.findlaw.com/lawandeconomics/5650-insider-trading.pdf>

Bainbridge, Stephen M. 2001. "The Law and Economics of Insider Trading: 'A Comprehensive Primer'". *Social Science Research Network*: 65. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277

Bainbridge, Stephen M. "Regulating Insider Trading in the Post-Fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights?". 2012. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper N° 12-08: 13 <https://ssrn.com/abstract=2054814>.

Bascuñán Rodríguez, Antonio. 2017. "Posesión, uso y explotación de la información privilegiada como elementos del *insider trading* en el derecho comparado del mercado de valores". *Política Criminal* 12, no. 23: 501. <https://www.scielo.cl/pdf/politcrim/v12n23/art13.pdf>

Beny, Laura N. 2005. "Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence". *American Law and Economics Review* 7, no.1. <https://ssrn.com/abstract=623481>

Bhattacharya, Utpal y Daouk, Hazem. 2002. "The World Price of Insider Trading". *Social Science Research Network*: 5. <https://ssrn.com/abstract=249708>. Según los autores, al año 2002, de 103 países en el mundo que contaban con mercados de capitales, 87 habían establecido regulaciones prohibitivas.

Doffou, Ako "Insider Trading: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Accounting and Finance Research* 11: 2. <https://ssrn.com/abstract=1028898>

Huang, Hui. 2005. "The Regulation of Insider Trading in China: A Critical Review and Proposals for Reform". *Social Science Research Network*: 2-3. <https://ssrn.com/abstract=249708>.

Klaw, Bruce y Mayer, Don. 2019. "Ethics, Markets, and the Legalization of Insider Trading". *Journal of Business Ethics* 168, no. 1: 63. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04238-0>.

Langenbutcher, Katja. 2013. "Insider trading in European law". En Bainbridge, Stephen M. *Research Handbook on Insider Trading*. UK:443-444 Edward Elgar Publishing Limited. <https://www.ius.uzh.ch/dam/jcr:6b43b071-5772-4bfe-9a57-6eca5d2a1cbd/Langenbucher%20-%20Insider%20Trading%20in%20European%20Law.pdf>

Lars Klöhn. "The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group". 2010. *European Company and Financial Law Review* 7, no. 2: 10. <https://doi.org/10.1515/ecfr.2010.347>

Luchinsky, Rodrigo S. 2001. "Prevención del insider trading: la acción de restitución de beneficios en el corto plazo". *Revista de las Sociedades y Concursos* N°9. Buenos Aires: Ad-Hoc. <http://www.luchinsky.com/sites/default/files/pst.pdf>

Manne, Henry. 1966. *Insider Trading and the Stock Market*. New York: Free Press. Citado por Bainbridge. "The Law and Economics...". 65

Prentice, Robert y Donelson, Dain. 2010. "Insider trading as a signaling device". *American Business Law Journal*: 1-63. Citado por Klaw, Bruce y Mayer, Don. 2019. "Ethics, Markets, and the Legalization of Insider Trading". *Journal of Business Ethics* 168, no. 1: 63. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04238-0>.

Taleska, Ana. 2020. "European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies" *European Company and Financial Law Review* 17, N° 5: 558-600. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2020-0024>

Zhang, Chi. 2019 "Public Enforcement in China's Securities Markets: Is It a 'Law Matter'?". *Law and Financial Markets Review* 13, no. 4: 4. <https://eprints.gla.ac.uk/195407/1/195407.pdf>

6. Otras fuentes consultadas:

15 U.S. Code § 78p (b). <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78p>

40 S.E.C. 907. 1961. https://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1961_1108_CadyRoberts.pdf

17 CFR § 240.10b-5. <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222. 1980. <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/>

Comisión Nacional de Valores. Resolución 190/91. Boletín Oficial del 7/1/92.
<https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/7126412/19920107>

Comisión Nacional de Valores. Resolución 11377. <http://www.derecho-comercial.com/Jurisprudencia/CNV11377.pdf>

Comisión Nacional de Valores. Resolución 15125.
<https://www.cnv.gov.ar/descargas/sumarios/blob/06afcf23-7a84-4098-999d-74844158d751>

Comisión Nacional de Valores. Resolución 16515.
<https://www.cnv.gov.ar/descargas/sumarios/blob/d3524503-d4d6-4a48-b237-c43ab244ba2d>

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala B. 2006. “Comisión Nacional De Valores C/ Comercial Del Plata S/ Oscilacion en su precio Denuncia S/Organismos Externos”, TR LALEY AR/JUR/9840/2006: 7.

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala D. 2016. “Comisión Nacional De Valores c/ CAPEX S.A s/ denuncia por Ferrari, Néstor Donato s/ posible uso de información privilegiada s/Organismos Externos”, TR LALEY AR/JUR/24050/2016.

Decreto 677/2001. *Regimen de Transparencia de la Oferta Pública.*
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67128/norma.htm>

Dictamen de la Procuradora General de la Nación. 2007. CS. “Comision Nacional De Valores C/ Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.”: 16-17. Fallos 330:1855.
<https://siconsulta.csjn.gov.ar/siconsulta/documentos/verDocumentoDictamenSumarioById.html?idDocumento=5134>.

Directiva 89/592/CEE del Consejo, del 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0592>

Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado).
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0057>

Dirks v. SEC, 463 U.S. 646. 1983. <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/>

Ley 26.733. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/190000-194999/192139/norma.htm#:~:text=El%20que%20hiciere%20alzar%20o,sino%20a%20un%20precio%20determinado.>

Ley 26.831. *Ley de Mercado de Capitales.*
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/texact.htm>

Reglamento (UE) N ° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, del 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>

SEC v. Switzer, 590 F. Supp. 756. W.D. Okla. 1984.
<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/590/756/2247092/>

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 2d Cir. 1968, cert. denied, 394 U.S. 976.1969.
<https://casetext.com/case/securities-exch-comn-v-texas-gulf-sulphur>

United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642. 1997.
<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/>

Tribunal de Justicia de la Union Europea. Asunto C-45/08. Spector Photo Group NV y Chris Van Raemdonck contra Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA).
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008CJ0045&from=EN.>

Zhonghua Renming Gongheguo Zhengquanfa [Securities Law of the People's Republic of China]. 28 de diciembre de 2019. República Popular China.
<http://www.npc.gov.cn/englishnpc/c23934/202109/9886ca6f805e4663a9a725d6f72066dd.shtml>