UNIVERSIDAD DE SAN ANDRÉS

DEPARTAMENTO DE DERECHO

Maestría en Derecho Empresario

EL RIESGO ÍNSITO DEL *INSIDER TRADING* COMO DESAFÍO A LA RIGIDEZ DE LA REGULACIÓN EN EL CONTEXTO VOLÁTIL DEL MERCADO DE CAPITALES

Autor: Sofía Lascano

C.I. UY: 4.738.073-6

Directores de tesis: Mariana Esmelian y Pablo Galain

Montevideo, Uruguay

Marzo 2023

Resumen

El objeto de estudio de este trabajo consiste en explicar la interacción entre la práctica del *insider trading* entendida como riesgosa y el alcance e impacto de su regulación en el mercado de capitales.

Se busca esclarecer la conformación, actuación e impacto del fenómeno regulatorio de la práctica riesgosa del *insider trading* en el mercado de capitales a través del análisis legislativo, de discursos y jurisprudencial relevante. Se determinará la necesidad de replantearse la función regulatoria del derecho en cuanto a las prácticas económicas riesgosas, para que esta sea eficiente al momento de abordar el fenómeno del *insider trading.*

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

Índice

Resumen 2

I. Introducción 4

A. Presentación del objeto de estudio 4

B. Breve descripción del problema. Definición de sus elementos centrales 6

C. Objetivo general y objetivos específicos 7

D. Explicación metodológica 7

E. Organización del trabajo 8

II. La figura del *Insider trading* en el derecho 8

A. Origen y definición 8

B. Regulación 10

1. Identificación de las diferentes regulaciones 11

2. Objetivos propuestos por cada una de ellas 15

3. Medios previstos para la consecución de esos objetivos 25

III. Análisis de los objetivos y medios identificados para abarcar la complejidad y la naturaleza riesgosa del *insider trading* 34

A. Complejidad del *insider trading* 34

B. Concepto y funcionamiento del mercado de capitales: ¿qué es y cómo funciona? 34

C. El concepto de *riesgo* 36

D. El fenómeno regulatorio 38

IV. Efectos prácticos generados por la persecución de esos objetivos. Referencia a la jurisprudencia existente en la materia 41

V. A modo de conclusión 44

VI. Referencias bibliográficas 47

Universidad de San Andrés

I. Introducción

A. Presentación del objeto de estudio

Este trabajo refiere a la interacción entre el fenómeno del *insider trading* entendido como un riesgo que afecta el correcto funcionamiento del mercado de capitales en cuanto a la igualdad en el acceso a la información relevante por parte de sus participantes y la regulación aplicable para su prevención, control y sanción.

La tesis central del mismo indica que es el *insider trading* como práctica riesgosa, un desafío a la rigidez de la regulación en el contexto volátil del mercado de capitales.

El mercado de capitales como especie del sistema económico ocupa en la actualidad un lugar de gran importancia en la contribución al movimiento de capitales y/o inversiones, estabilidad financiera y desarrollo de políticas monetarias. En su funcionamiento, el uso de la información se vuelve fundamental para la transparencia, libre competencia y fortaleza de este.

En dicho mercado, así como en todo ámbito de decisión o negociación financiera, la información es un activo de real y de vital importancia. La existencia y los problemas vinculados con el acceso o ausencia de cierta información posiciona, a quienes deben tomar decisiones en un mercado como el de capitales, en un lugar más o menos ventajoso, igualitario y certero, respecto a competidores y terceros interesados. En la perspectiva de la teoría del análisis económico del derecho, contar con información suficiente reduce costos de transacción y habilita la actuación en el marco de una competencia perfecta. Esto es una aspiración de los mercados que genera una guía de actuación dirigida a tal fin. De igual forma, el contar con determinada información es, muchas veces, obligatorio para intervenir en un negocio u obtener una ganancia esperada, esta debe cumplir con los requisitos de comunicación, accesibilidad y transmisión que establezcan los distintos reguladores.

Las diferentes regulaciones del mercado de capitales, nacional o internacional, tendientes a promover la transparencia en los mercados a través del intercambio de información completa, veraz y suficiente, prevén:

Universidad de San Andrés

- Cuestiones de trazabilidad: la obligación de una compañía, que quiere listar sus acciones (participar) en la bolsa y/o en los mercados, de suministrar a los inversores información suficiente acerca de quién es la compañía emisora, los aspectos relevantes a su actividad, conformación del directorio, obligaciones con reguladores y características de los valores negociables a ofrecer y a emitir en el mercado de capitales, que deberán contar previamente con la autorización del regulador para la oferta pública del valor a negociar y la autorización de listado y/o cotización en el mercado pertinente.
- Cuestiones de transparencia: las compañías cotizantes deben informar, en el menor tiempo posible todo hecho, acción o situación en la forma de hecho relevante a los reguladores y a los mercados donde tengan listados sus valores negociables y las circunstancias que puedan afectar el precio o cotización de sus valores.
- Cuestiones de veracidad: las compañías tienen el deber de divulgar información cierta/veraz en el mercado (prohibición de divulgar información no veraz, por ejemplo, evitar propagar rumores para lograr aumentos de precios).
- Cuestiones de verificación: la prohibición de utilizar aquella información privada y relevante (*material non public information*) que, por la profesión, acceso privilegiado o filtraciones se haya conseguido, debiendo esta ser comunicada a quien regula (a efectos de este trabajo, Comisiones Naciones de Valores de España y Argentina, Banco Central del Uruguay, *Securities and Exchange Comission* o Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos —SEC—) o abstenerse de utilizarla hasta tanto se haga pública, a efectos de evitar la disparidad y mantener la igualdad entre los participantes del mercado y su acceso a ella.

En cuanto al *insider trading*, responde, en sus comienzos, a la criminalidad económica surgida a partir del *crack* de la bolsa de Nueva York, oportunidad en la que los legisladores estadounidenses se dieron cuenta de la necesidad de control sobre manipulaciones de precios y operaciones especulativas en el mercado de capitales, para evitar otra crisis como la de 1929. Producto de ello, la *Security Exchange Comission* o Comisión de Valores de Estados Unidos dictó la *Securities Act* de 1933 y luego la *Securities Act* de 1934 para la persecución de casos de abuso de mercado, reforzando

además la exigencia sobre la divulgación de información por parte de los emisores de valores al mercado.

B. Breve descripción del problema. Definición de sus elementos centrales

El problema identificado es el riesgo ínsito del *insider trading* como desafío a la rigidez de la regulación en el contexto volátil del mercado de capitales. A continuación, se presentan los siguientes conceptos de importante consideración, ya que guiarán la presente investigación en la explicación del problema:

***Insider trading* o información privilegiada:** a efectos de este trabajo serán utilizados ambos conceptos indistintamente. Ambos hacen alusión a la práctica ilegal de posesión, uso y divulgación de información relevante y no disponible en forma pública para tomar una decisión o impactar en el precio de un valor.

***Insider* o iniciado:** es aquel que esta introducido dentro del sistema del mercado de capitales y con acceso, por ello, a información restringida, por lo que también podría ser un *outsider* con acceso.

Mercado de capitales, mercado de valores y mercado bursátil: «aquellos en los que se realizan compras y ventas de valores o activos financieros mediante operaciones a medio y largo plazo» (El Economista 2023). En este trabajo se hablará predominantemente de *mercado de capitales*, dado que es el concepto más amplio y el mercado de valores o bursátil son una parte de aquel.

Volatilidad: los mercados volátiles se caracterizan por sufrir cambios de precios extremadamente rápidos y un alto volumen de operaciones, por lo que se considera que aumenta la probabilidad de que el mercado realice movimientos de precios considerables e imprevistos.

Riesgo: significa contingencia o proximidad de un daño (RAE 2023). Es la probabilidad de que un peligro, en una actividad determinada durante un período definido, ocasione un incidente con consecuencias factibles de pérdida. Es decir, es la probabilidad de que un hecho que genera pérdidas suceda en un momento determinado.

Agentes, operadores o participantes del mercado de capitales: se utilizarán indistintamente para hacer referencia a las personas o entidades que participan en la

compra o venta de valores en dichos mercados. Inversores individuales, empresas, bancos, fondos de inversión, intermediarios de valores y empresas emisoras de valores.

Fenómeno regulatorio: en este trabajo se utilizará para hacer referencia a nuevas formas de regulación y al papel de los organismos reguladores en el ámbito económico.

C. Objetivo general y objetivos específicos

Esta investigación se plantea como objetivo general dilucidar la conformación, actuación e impacto del fenómeno regulatorio de la practica riesgosa del *insider trading* en el mercado de capitales.

Dentro de los objetivos específicos se pretende abordar las siguientes cuestiones: ¿cuáles son las regulaciones específicas del *insider trading* en el mercado de capitales?; ¿cuáles son los objetivos principales de la regulación del *insider trading* en el mercado de capitales?; ¿dan alcance esos objetivos a los distintos aspectos de la naturaleza riesgosa del fenómeno del *insider trading*?; ¿qué efectos prácticos genera la persecución de esos objetivos?

El aporte de esta investigación consiste en mostrar la dificultad de regular riesgos en contextos asimismo riesgosos, como es el caso del *insider trading* en el mercado de capitales. Asimismo, se pretende dar luz sobre aquellas cuestiones que surgen a la hora de intentar regular un fenómeno dinámico frente a la rigidez de la regulación existente para ello.

D. Explicación metodológica

Se realizará un relevamiento legislativo y estudio comparativo entre una muestra del derecho de los Estados Unidos, Uruguay, Argentina y España, con el fin de verificar cómo se resuelve a nivel mundial la regulación de la conducta vinculada al *insider trading*. Sin embargo, este trabajo no consistirá en un análisis de derecho comparado o de legislaciones, sino que esta muestra será utilizada solo para ejemplificar y desarrollar conceptos.

Se analizarán, asimismo, algunos discursos detrás de la creación legislativa y postura adoptada por la jurisprudencia, en algunos llamados *leading cases*.

Universidad de San Andrés

E. Organización del trabajo

El trabajo se estructurará fundamentalmente en seis capítulos. El presente en formato introductorio y explicativo del objeto de estudio y su metodología. Un segundo capítulo dedicado a seleccionar y relevar regulaciones existentes en algunas jurisdicciones, identificando objetivos y medios para alcanzarlos. El tercer capítulo analizará la utilidad de dichos objetivos para alcanzar el fenómeno en cuestión, y en un cuarto capítulo se estudiarán los efectos. Todo ello dará finalmente lugar a las conclusiones.

II. La figura del *Insider trading* en el derecho

A. Origen y definición

> La doctrina absolutamente mayoritaria atribuye al origen de la regulación legal del *insider trading* a la normativa norteamericana sobre títulos valores, esto es, la *Securities Act* (1933) y la *Securities Exchange Act* (1934), surgidas a raíz del famoso *crack* bursátil de la bolsa de Nueva York en 1929; sin embargo, el fenómeno como tal no parece haber surgido en ese contexto, sino muchos años antes, con el origen mismo del comercio, aunque el primer caso documentado data de 1723, año que sir John Barnard —sobresaliente conocedor de los negocios londinenses— denunció que personas vinculadas a las Compañía de Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, pues al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, vendieron sus respectivas acciones y, poco tiempo después —cuando la noticia ya era públicamente conocida2010034, el valor de dichas acciones bajo un 50 %. (Vega Gutiérrez 2013, 9-10)

> El *insider trading* se vincula con la práctica de realizar operaciones sobre valores del mercado, valiéndose de información relevante no publicada y susceptible de modificar la cotización del valor negociable transado —*insider information*— que permite a quien lleva a cabo esta operación, obtener ganancias o evitar pérdidas a expensas de los restantes inversores que no cuentan con esa información. De allí la afectación al principio de igualdad de los ahorristas, y la lesión a la transparencia de la oferta pública en el Mercado de Valores. (Lopresti 2020, 97)

En sintonía con lo mencionado, la información privilegiada se puede distinguir entre interna y externa, según sea referente a una compañía, como la que corresponde a sus estados financieros, nuevos productos o líneas de negocio; o de carácter externo, como aquella referente al mercado, por ejemplo, sobre una oferta pública de acciones.

El *insider* o iniciado es aquel que está introducido en el sistema del mercado de capitales y con acceso por ello a información de tipo restringida, lo que implica que se trate de una

persona con conocimientos previos. En este sentido, dicha información de carácter reservado genera como consecuencia una ventaja en la toma de decisiones, ya sea que su acercamiento se produzca de forma directa, por ejemplo, operando como *trader*, o indirecta, porque accedió temporalmente, por ejemplo, a través de auditorías.

Lo esencial para que la información revista la calidad de «privilegiada» es que esta sea lo que se llama en el derecho anglosajón *material non public information* o información material no pública, es decir, aquella de carácter relevante y protegido capaz de afectar la cotización de un valor o de una empresa y con la potencialidad de afectar las decisiones de inversión de un inversor a la hora de comprar o vender valores. El *insider trading* no es más que un concepto específico dentro del concepto general de abuso de mercado, esto es prácticas ilegales dirigidas a su manipulación y contrarias a los fines de integridad, eficiencia informativa, por ejemplo, de precios y la confianza en él por parte de los inversores.

Toda información que sea 1) relevante y pública o, 2) privada y no relevante (*mosaic theory*[1]), no se encontraría alcanzada por la práctica ilegal del *insider trading*. Esto supondría de todas formas ser capaz de responder a la pregunta ¿cuál es el alcance y cómo se analizó e interpretó dicha información?, por lo tanto, poder fundamentar de algún modo su fuente, uso y oportunidad.

Consecuentemente, la legislación existente en los diferentes países en donde este fenómeno se encuentra regulado busca que las personas físicas o jurídicas, ante la posesión y uso de información privilegiada, procedan a cumplir con 1) abstenerse de su uso o 2) comunicar la información a todos los participantes del mercado (deber de divulgación) en pro del cumplimiento de ciertos objetivos que se analizarán más adelante. El actuar contrario a lo esperado generaría un acceso desigual e información dispar entre los participantes del mercado.

Esta tesis recurre, entonces, a una selección de países y normas de distintas disciplinas (penal, administrativa y autorregulatoria) referentes al *insider trading* para explicar lo detallado precedentemente considerando distintos contextos.

[1] «Se refiere a un método de análisis utilizado por los analistas de seguridad para recopilar información sobre una empresa. La teoría del mosaico implica la recopilación de información pública, no pública y no material sobre una empresa para determinar el valor subyacente de sus valores y permitir que el analista haga recomendaciones a los clientes basadas en esa información» (Inversiopedia 2023).

B. Regulación

A efectos de fundamentar el análisis que se pretende realizar para el tema en estudio, no resultaron de interés tanto los países escogidos (España, Uruguay, Argentina y Estados Unidos) como su variedad legislativa. Asimismo, de las respectivas legislaciones se hizo, además, una selección concreta en función del abordaje específico que se hace al *insider trading*. Para el caso de España, también fue utilizada normativa aplicable a la Unión Europea.

A continuación, se releva normativa de carácter vinculante, penal y administrativa (*hard law)* y no vinculante o autorregulativa (*soft law*), con un breve detalle de características de cada una de ellas. Esto es: a) año de aprobada, b) materia regulada, c) institución, d) artículos aplicables, entre otras.

No se ingresará aquí al análisis exhaustivo de cada una de ellas, sino que se utilizarán más adelante para relevar los objetivos propuestos por la norma y los medios contemplados para lograrlos. Se ejemplifican distintos instrumentos jurídicos con diferentes procesos de elaboración, aprobación y modificación.

A efectos de una comprensión de tipo comparada de las distintas legislaciones, se ha confeccionado una tabla que contiene las normas más importantes de *hard* y *soft law* en los ámbitos administrativo (regulador) y penal.

Universidad de SanAndrés

1. Identificación de las diferentes regulaciones

Tabla de relevamiento **Selección de legislación**			
	Hard law[2]		*Soft law*[3]
	Penal	Administrativo	Autorregulación
España	**Código Penal** (Ley Orgánica 10/1995, arts. 285, 285 bis). **Directiva 2014/57/UE** del Parlamento europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado **(directiva sobre abuso de mercado)** (Directiva 2014/57/UE).	**Directiva 2004/25/CE** del parlamento europeo y del consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva 2004/25/CE). **Reglamento (UE) n.º 596/2014** del parlamento europeo y del consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la directiva 2003/6/CE del parlamento europeo y del consejo, y las directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la comisión (Reglamento (UE) 596/2014). **Directiva 2014/65/UE** del parlamento europeo y del consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados	**Circular 1/2017**, de 26 de abril de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez (Circular 1/2017).

[2] *Hard Law*: normas jurídicas vinculantes (con fuerza de ley).
[3] *Soft Law*: normas o prácticas no vinculantes (sin fuerza de ley).

		de instrumentos financieros (Directiva 2014/65/UE). **Reglamento (UE) n.º 600/2014** del parlamento europeo y del consejo de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (Regulation 600/2014). **Reglamento de ejecución (UE) 2016/347** de la Comisión de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas. **Ley 26/2003**, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, aprobado por el real decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (Ley 26/2003).	

Universidad de SanAndrés

		Ley del mercado de valores. (Real decreto legislativo 4/2015 de 23 de octubre): (Real Decreto Legislativo 4/2015, arts. 226, 228, 229, 238, 295). **Real decreto-ley de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.** (**Real decreto-Ley 19/2018, de 23 de noviembre**) (Real Decreto-ley 19/2018, arts. 226, 228, 229, 282, 295[4]).	
Uruguay		**Ley n.º 18.627** (Ley n.º 18627, art. 6). **Ley n.º 19.659.** modificase normas del proceso de resolución bancaria (Ley n.º 19659, art. 29).	**Circular n.º 2320.-** modificase la recopilación de normas del mercado de valores, con el fin de adecuar la normativa en materia de intermediación en valores, asesoramiento de inversión y gestión de portafolios, (Circular n.º 2320, art,.246.2, 246.4 y 246.6). **Circular n.º 2321**.- modificase la recopilación de normas de regulación y control del sistema financiero,

[4] Modifica l. 11/2015

			con el fin de adecuar la normativa en materia de intermediación en valores, asesoramiento de inversión y gestión de portafolios (Circular n.º 2321, art. 485.1 h). **Circular n.º 2308.** reglamentase el art. 93 de la ley 18.627, relativa a los inversores especializados del mercado de valores. (Circular n.º 2308, art. 57 IV).
Argentina	**Arts. 307 y 308 del Código Penal**	**Ley n.º 26.831**: art. 2 definiciones, p. 4-5 cap. 6 sección I art. 117 a. p. 60 y modificatorias.	**CAP. III SECCIÓN I NORMAS COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV).** Normas CNV (TOC 2013 CNV): Conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública **(**Comisión Nacional de Valores 2013). **Política uso de información privilegiada-Bolsas y Mercados Argentinos**

Universidad de SanAndrés

			(BYMA) (Bolsas y Mercados Argentinos. 2023)**.**
EE. UU.		***Securities Act*** de 1933 (Securities act of 1933). ***Securities Exchange Act* de 1934 (Ley de valores),** sección 16(b) e indirectamente a través de la sección 10(b) (Securities act of 1934). ***Insider Trading Sanctions Act*** de 1984 ***Insider Trading and Securities Fraud Enforcement*** act de 1988 ***Dodd-frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*** de 2010	***Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Rules:*** 5270, 5280, 5300 y 5320.

2. Objetivos propuestos por cada una de ellas

Seguidamente se examinan los objetivos de cada una de las regulaciones seleccionadas, entendiendo por *objetivos* los propósitos perseguidos por la norma, para posteriormente profundizar en su análisis. Estos fueron obtenidos de la lectura de la norma correspondiente, ya sea tomados en forma textual o como resultado de la interpretación.

Aquí se buscará identificar pautas y estándares comunes a la consensuada idea del *insider trading* como práctica anticompetitiva y desestabilizadora del mercado de capitales e injusta para sus participantes.

Universidad de San Andrés

Tabla de relevamiento **Objetivos legislativos**			
Hard law			*Soft law*
Penal		Administrativo	Autorregulación
España	**Código Penal** **Objetivo:** Preservar la **integridad del mercado**, su correcto funcionamiento, la **igualdad de opciones para los inversores** y la **confianza** de estos en la **transparencia del mercado.** (Directiva 2014/57/UE). **Objetivo:** «Garantizar la **integridad de los mercados financieros** de la Unión y aumentar la **protección de los inversores** y la **confianza** en esos mercados» art. 1.	**Reglamento (UE) n.º 596/2014** **Objetivo:** «Garantizar la **integridad de los mercados financieros** de la Unión y reforzar la **protección de los inversores** y su **confianza** en esos mercados». **Directiva 2014/65/UE** **Objetivo:** «La **transparencia e integridad del mercado** quedan garantizadas mediante la **prevención del abuso de mercado** en forma de operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado» (Regulation 600/2014). **Reglamento (UE) n.º 600/2014** (Reglamento de Ejecución 2016/347). **Objetivo:**	

Universidad de San Andrés

		«El marco garantiza la **transparencia e integridad del mercado** mediante normas contra el abuso de mercado en forma de operaciones con información privilegiada y manipulación de mercado». **Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347** **Objetivo:** El **correcto funcionamiento de los mercados financieros. Integridad de los mercados.** **Ley 24/1988** **Objetivo:** Proteger la **integridad del mercado, fomentar la transparencia y la equidad** y proteger los **intereses de los inversores y la confianza en el sistema financiero** en su conjunto (Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347). **Ley 26/2003**, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, aprobado por el real decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre,	

Universidad de San Andrés

		con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (Ley 26/2003). **Real Decreto Legislativo 4/2015** **<u>Objetivo:</u>** La transparencia con los inversores, la integridad del mercado. **Real Decreto-Ley 19/2018** **<u>Objetivo:</u>** La transparencia e integridad del mercado.	
Uruguay		**Ley n.º 18.627** **<u>Objetivos (Rodríguez 2015, 11):</u>** • Transparencia del mercado • Tutela a los inversores, acceso a la información.	**Circular n.º 2308** **<u>Objetivo:</u>** Reglamentar el art. 93 de la Ley 18.627, compartiendo los objetivos de dicha ley.
Argentina	**Código Penal** **<u>Objetivo:</u>** Trasparencia de la oferta pública en el mercado de valores.	**Ley n.º 26.831 y modificatorias.** **<u>Objetivo:</u>** **Información veraz, completa y oportuna** como piedra basal de un **mercado transparente y confiable.**	**CAP. III SECCIÓN I NORMAS CNV.** Normas CNV (TOC 2013 CNV): Conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta

Universidad de San Andrés

			pública **(**Comisión Nacional de Valores 2013). **Cap. III Sección I Normas CNV.** **<u>Objetivo:</u>** **Ídem Ley n.º. 26.831** del Mercado de Valores. **Política uso de información privilegiada-BYMA** **<u>Objetivo:</u>** **Ídem Código Penal, Ley n.º 26.831 del Mercado de Valores e influencia de la Normas CNV.**
EE. UU.		***Securities Act*** de 1933 **<u>Objetivos:</u>** • **Protección al inversor** • Promover la **equidad, transparencia, integridad** y **confianza en el mercado** de capitales ***Securities Exchange Act*** de 1934 **<u>Objetivos:</u>** **Ídem *Securities Act de 1934***	***Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Rules*** **<u>Objetivo:</u>** Al prohibir estas prácticas, las reglas de FINRA ayudan a garantizar que los **inversores puedan confiar en la equidad y transparencia del mercado.**

Universidad de SanAndrés

		Insider Trading Sanctions Act de 1984 **<u>Objetivo:</u>** Proteger la **confianza de los inversores y promover una mayor integridad y transparencia en el mercado** ***Insider Trading and Securities Fraud Enforcement* Act** de 1988 **<u>Objetivo:</u>** Fortalecer la capacidad de las agencias reguladoras para hacer cumplir las leyes y regulaciones del mercado de capitales, en este caso sobre *insider trading* para **proteger a los inversores y mantener la confianza en el mercado de valores** ***Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*** de 2010 **<u>Objetivo:</u>** A destacar, el **proteger a los informantes** que denuncian violaciones de la ley relacionadas con el *insider trading.*	

Universidad de San Andrés

Así presentado el relevamiento de objetivos, es posible hablar de dos grandes categorías de objetivos perseguidos por la regulación analizada, por una parte, aquellos a favor del mercado, y, por otra, aquellos con énfasis en la protección a los inversores.

Dentro de lo que sería una primera categoría, referente al mercado, pueden señalarse los siguientes:

- Integridad
- Correcto funcionamiento del mercado
- Confianza
- Transparencia
- Prevención del abuso de mercado

En lo que respecta a la segunda categoría de objetivos (referentes a los inversores), se señalan:

- Igualdad
- Confianza
- Protección al inversor
- Tutela a los inversores
- Acceso a la información (veraz, completa y oportuna)

Tal como puede observarse, todos estos responden a lo que podríamos llamar *principios que rigen el mercado de capitales*, ya sea, de nuevo, de cara tanto al mercado como al inversor en particular. Se suele afirmar que el *insider trading* afecta al mercado de capitales, y desvirtúa, por ende, el orden económico del que forma parte dicho sistema, la igualdad de oportunidades, la confianza y los intereses económicos generales (todos estos estándares del sistema) que son materializados en contenidos específicos de este mercado como son: la seguridad en las transacciones, la correcta formación de precios, la transparencia informativa del mercado, la protección del patrimonio individual, la participación del inversor en el mercado y la lealtad hacia la contraparte de la negociación, entre otros. Las normas plantean en este sentido dos conflictos posibles ante la práctica del *insider trading*, uno de tipo individual, por razones de justicia ante los inversores, y otro de tipo supraindividual, que involucra el interés general por la asignación de recursos

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

que el mercado de capitales cumple en la economía. Pero entre tantas y variadas afectaciones se vuelve algo difuso poder identificar tanto el bien jurídico vulnerado como el verdadero público objetivo «dañado» por este fenómeno.

> Todavía más se aleja el derecho penal de su verdadera tarea, la protección en última ratio del bien jurídico, cuando a través de él se quieren dirigir los mercados y de esta manera proteger como consecuencia los bienes jurídicos. Así ocurre en el tipo penal de lavado de activos: su meta debe ser hacer inconveniente la comisión de delitos por medio de hacer indisponibles en el comercio las ganancias que generan (Hefendehl 2020, 28).

> La característica esencial del delito es que se trata de una conducta prohibida por el Estado porque lo perjudica y contra la cual este debe reaccionar, al menos como último recurso, por medio del castigo. Los dos criterios abstractos generalmente considerados por los juristas como elementos necesarios para definir el delito son: la descripción de un acto como socialmente lesivo y la previsión legal de una pena para dicho acto […]. Las personas afectadas pueden dividirse en dos grupos: primero, un número relativamente reducido de personas que compartan la misma actividad que los delincuentes u otras relacionadas y, segundo, el público en general, como consumidores o integrantes de las instituciones sociales generales por las violaciones de la Ley. (Sutherland 2009, 64-65)

Por lo que, tomando lo explicado por Sutherland, podría sostenerse que, en el caso del *insider trading*, se comete una conducta «socialmente lesiva», tanto hacia otros participantes del mercado de capitales o agentes que no cuentan con igual acceso a dicha información, como hacia la sociedad toda, que se ve afectada por el impacto al mercado, visto este como institución reguladora de la actividad económica. Y ya no desde la perspectiva de la conducta sino desde el bien jurídico protegido, hablamos de bienes colectivos y posiblemente difusos pero individuales y acumulativos entre sí (confianza, transparencia, igualdad en el mercado).

En este sentido:

> La identificación y verdadera configuración de los bienes jurídicos colectivos, en especial, los institucionales, ha dado paso a nuevas explicaciones sobre la relación de dañosidad. La acumulación, como idea explicativa de dicha relación lesiva, así como criterio legitimador, ha ido llenando los vacíos argumentales y ficciones teóricas tanto a nivel legislativo como dogmático. (García Palominos 2015, 149)

Ahora bien, sin perjuicio de considerar al *insider trading* ya sea desde una práctica ilegal pasible de ser sancionada administrativamente como un delito sancionado mediante una pena, se puede identificar que las discusiones precedentes se enmarcan en una idea común que es la del riesgo ínsito del *insider trading* en el mercado de capitales. Esto pone en cuestionamiento si le es, entonces, aplicable la regulación convencional de la que hablamos, penal o administrativa, o incluso hasta autorregulatoria, si esta es suficiente a

al momento de pretender alcanzar riesgos inherentemente dinámicos, cuando reviste fundamentalmente la calidad de rígida y estática. En este sentido vale de ejemplo y cobra especial interés detenerse en la exposición de motivos del Código Penal Español, que establece lo siguiente: «Pues, si una pretensión relativa de universalidad es inherente a la idea de Código, también lo son las de estabilidad y fijeza, y existen ámbitos en que, por la especial situación del resto del ordenamiento, o por la naturaleza misma de las cosas, esa estabilidad y fijeza son imposibles. Tal es, por ejemplo, el caso de los delitos relativos al control de cambios. En ellos, la modificación constante de las condiciones económicas y del contexto normativo, en el que, quiérase o no, se integran tales delitos, aconseja situar las normas penales en dicho contexto y dejarlas fuera del Código: por lo demás, esa es nuestra tradición, y no faltan, en los países de nuestro entorno, ejemplos caracterizados de un proceder semejante» (BOE 1995, 9). Cabe preguntarse, entonces: ¿qué sucede con la normativa vinculada a los abusos de mercado o a la manipulación de este?, ¿no responde asimismo a modificaciones constantes de las condiciones económicas propias del mercado de capitales?, ¿el *insider trading* no es acaso un típico delito que escapa a la estabilidad y fijeza inherentes a la ley penal reforzada en su idea de código?

Siguiendo en esta línea de razonamiento, el texto de la exposición de motivos de la ley del mercado de valores español señala, asimismo:

> La Ley 24/1988, de 28 de julio, ha sido desde la fecha de su aprobación el pilar normativo sobre el que descansa el funcionamiento del mercado de valores español. De hecho, sus numerosas modificaciones han sido el fiel reflejo de la evolución que, a lo largo de los años, ha experimentado el mercado de valores y que tienen su origen en diversos factores, como son la creciente complejidad y dinamismo asociados al ordenamiento bancario y financiero, que exigen una labor constante de adaptación del sistema normativo a la realidad de los mercados; el profundo proceso de internacionalización de la normativa de valores llevada a cabo en los últimos años, especialmente intenso en el mercado interior europeo; y, desde luego, la necesidad de responder a las consecuencias de la reciente crisis financiera y económica, que exigió dotar a la Administración crediticia y financiera de los poderes y facultades necesarios para hacer frente a un nuevo y exigente escenario (Real Decreto Legislativo 4/2015, 5).

Se aprecia que se enfatiza, nuevamente, en el carácter dinámico del mercado de capitales y en la complejidad normativa de abordar la realidad en la que se encuentra inmerso, un contexto de naturaleza volátil y altamente variable.

En este marco, si bien como exige, entre otras, la Ley del Mercado de Valores de Uruguay, «obliga a brindar información porque pretende que el mercado de valores sea transparente. Se tutela a los inversores que pueden acceder a la información» (Rodríguez

2015, 11). La divulgación de la información en forma igualitaria a todos los inversores, procurando la transparencia en las reglas de juego del mercado de capitales, parece una obligación de difícil cumplimiento. Esto se debe a que la transparencia responde a la fiabilidad de los datos en la realidad, ¿qué sucede cuando la realidad cambia tan rápidamente y quizá estos datos, incluso, no alcancen a divulgarse a tiempo para los restantes participantes del mercado? La divulgación de dicha información debiera entonces hacerse inmediatamente después a la puesta en conocimiento de esta, y ello ¿es infaliblemente controlable? ¿Qué entenderíamos por *inmediatez*? Porque, en definitiva, ¿de qué se trata el acceso sino es de la posibilidad de poder tomar decisiones «a tiempo»?, en su caso, se trata de «a tiempo» del mercado, e idealmente, no sería cualquier mercado sino uno en el que sus participantes contaran con la misma información, Ahora bien, ¿cuáles son los límites del concepto de *información*?, ¿debemos incluir en dicho concepto que los participantes cuenten con las mismas virtudes de visión y perspectiva?

Una pregunta que debe ser considerada refiere a la posibilidad de prevenir el *insider trading*, y para su respuesta tenemos que ingresar en el escenario de la autorregulación, ya sin el castigo del derecho penal o la sanción del derecho administrativo sancionador como amenaza punitiva sino como consecuencia de un mero incumplimiento de un programa de *compliance* o una norma interna de funcionamiento según las buenas prácticas. En este caso habrá que pensar, entonces, en un escenario previo en el que mitiguemos o evitemos que se lleve a cabo tal práctica, ya desde una perspectiva cultural y conductual, de comportamiento humano e incluso de medios alternativos de resolución. «A efectos de prevenir y detectar actuaciones de *insider trading* muchas empresas, y sobre todo aquellas con títulos negociados en mercados organizados, informan a sus empleados a través de sus códigos de conducta de los riesgos y consecuencias de las prácticas de *insider trading*» (Florenciano 2016, 111).

Varias son aún las cuestiones abiertas a considerar: ¿podría un código de conducta o un código de ética, como política interna de una compañía del mercado de capitales, influir en los directivos que lo aprueban y en los empleados que se ven alcanzados por su cumplimiento, y lograr que tomen conciencia del daño social que estarían ocasionando al infligir las normas sobre prohibición de *insider trading*?, ¿supondría regular la avaricia?, ¿no es el propio comportamiento humano, acaso, un riesgo no mitigable?

Aún en cumplimiento de las políticas de *due diligence* o debida diligencia que contemplen el conocimiento del empleado y el uso de la información por parte de este, como proceso

para la prevención de riesgos «[…] ¿hacia quién estaría dirigida este tipo de señal o mensaje simbólico?, esto es, ¿se trata de una normativa dirigida a la propia ciudadanía acostumbrada a que este problema de la *due diligence* de las empresas sea una cuestión del derecho administrativo sancionador o de un mensaje de *due diligence* ofrecido a los organismos internacionales, que exigen determinadas formas de intervención, aunque ellas no sean las más efectivas para la protección de los bienes jurídicos protegidos?» (Galain y Lascano 2021, 852-853). En esta cita, la mención a *organismos internacionales* sería, para el caso de estudio, reemplazable por *reguladores internacionales* de mercados de capitales internacionales, de los que dependen, a su vez, comercial y económicamente hablando, en un mundo y economía globalizadas, los mercados de capitales nacionales, que en ese sentido buscan acreditar el cumplimiento de normas y estándares que no les son directamente aplicables.

En el apartado siguiente, se relevan entonces los medios que han sido considerados por la regulación relevada vinculada al *insider trading* para el cumplimiento de sus objetivos.

3. Medios previstos para la consecución de esos objetivos

En este apartado, se identificarán medios disuasivos, o modelos de sanciones, a imponer por los reguladores para el cumplimiento de esos objetivos regulatorios evidenciados previamente.

Universidad de San Andrés

Tabla de relevamiento de medios legislativos **Medios para la consecución de esos objetivos**			
	Hard law		*Soft law*
	Penal	Administrativo	Autorregulación
España	**Código Penal** **<u>Medios:</u>** • Prisión • Multa • Inhabilitación (Directiva 2014/57/UE).	**Reglamento (UE) n.º 596/2014** **<u>Medios:</u>** • Multas administrativas • Otras sanciones administrativas de Derecho interno	

	Directiva 2014/57/UE **<u>Medios:</u>** Que los Estados prevean sanaciones penales. Infracciones penales en casos graves y con intencionalidad.	• Sanciones penales de Derecho interno **Directiva 2014/65/UE** **<u>Medios:</u>** Se exige a los Estados previsión de sanciones efectivas, proporcionadas y disuasivas. **Reglamento (UE) n.º 600/2014** **<u>Medios:</u>** Sin sanciones establecidas, busca regular el funcionamiento y transparencia de los mercados financieros de la Unión Europea (Regulation 600/2014). **Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347** (Reglamento de Ejecución 2016/347). **<u>Medio:</u>** Lista de iniciados con acceso a información privilegiada. **Ley 24/1988** **<u>Medios:</u>** • Multas	

Universidad de SanAndrés

		• Suspensión de la negociación de los valores implicados en el delito. • Prohibición temporal o definitiva de la persona física infractora para operar en los mercados financieros. • Revocación de la licencia de la entidad financiera donde trabaja el infractor. • Penas de prisión • Inhabilitación especial para ejercer profesiones o actividades relacionadas con el mercado de capitales. **Ley 26/2003**, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, aprobado por el real decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (Ley 26/2003). **Real Decreto Legislativo 4/2015** **<u>Medios:</u>**	

Universidad de San Andrés

		• Multa, restitución de beneficios, suspensión de autorización, prohibición de negociar, inhabilitación, amonestaciones **Real Decreto-Ley 19/2018** **Medios:** • Principal: multas	
Uruguay		**Ley n.º 18.627**. **Medios:** • Daños y perjuicios • Delitos = Ley penal	**Circular n.º 2308** **Medios:** • Autorregulación
Argentina	**Código Penal** **Medios:** • Prisión • Multa • Inhabilitación	**Ley n.º 26.831** y **modificatorias.** **Medios:** • Apercibimiento • Multa • Inhabilitación • Suspensión • Prohibición	**CAP. III SECCIÓN I NORMAS CNV.** Normas CNV (TOC 2013 CNV): Conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública (Comisión Nacional de Valores 2013). **Cap. III Sección I Normas CNV** **Medios:** • Iguales sanciones previstas en La Ley 26.831 **Política Uso De Información Privilegiada-BYMA**

Universidad de SanAndrés QUAERERE VERUM

			Medios: • Sanciones previstas en la Ley 26.831 • «Un sistema de investigación interna que respete los derechos de los investigados e imponga sanciones efectivas a las violaciones del código de ética o conducta».
EE. UU.		***Securities Act*** de 1933 **Medios:** No contempla sanciones específicas para el *insider trading*, establece requisitos de divulgación y de registro para los emisores de valores y sanciones por información falsa o engañosa en la documentación de registro o en cualquier otra comunicación a los inversores. ***Securities Exchange Act*** de 1934 **Medios:** • Multas civiles y penales • Restitución	***Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Rules*** **Medios:** • Multas • Suspensiones • Expulsiones • Pago de daños y perjuicios.

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

		• inhabilitación para ejercer cargos directivos • Pena de prisión • obligación de presentar reportes periódicos de cumplimiento ***Insider Trading Sanctions Act*** de 1984 **Medios:** • Multas civiles • Penas de prisión para personas físicas • Multas de hasta cinco millones de dólares para personas jurídicas • Da a la SEC la posibilidad de obtener una orden de prohibición temporal o permanente contra cualquier persona que viole las disposiciones de la ley, prohibiéndoles así participar en la compra o venta de valores. ***Insider Trading and Securities Fraud Enforcement* Act** de 1988 **Medios:**	

Universidad de SanAndrés

		• Multas civiles • Penas de prisión para personas físicas • Multas de hasta veinticinco millones de dólares para personas jurídicas • Confiscación de ingresos ilícitos obtenidos mediante el *insider trading* • Da a la SEC la posibilidad de obtener una orden de prohibición temporal o permanente contra cualquier persona que viole las disposiciones de la ley, prohibiéndoles así participar en la compra o venta de valores. • También se prevé la comisión del delito de conspiración para cometer *insider trading*, lo que significa que las personas físicas que organizan o participan en una conspiración para cometer *insider trading* también pueden ser procesados y sancionados. ***Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*** de 2010	

Universidad de SanAndrés

		Medios: • Multas civiles • Penas de prisión para personas físicas • Multas de hasta veinticinco millones de dólares para personas jurídicas • Incentivos financieros para informantes (*whistleblowers*)	

Variando según el tipo de norma que se trate y la gravedad en el ejercicio de la práctica ilícita del *insider trading*, se identifican los siguientes:

- Apercibimiento
- Amonestaciones
- Pago de daños y perjuicios
- Suspensión
- Inhabilitación
- Listas «negras» de iniciados
- Expulsiones
- Restitución
- Confiscación
- Prohibición de operar
- Multa civil
- Multa administrativa
- Multa penal

QUAERERE VERUM Universidad de San Andrés

- Pena de prisión

Como se observa, nuevamente no son sanciones novedosas, sino más bien medios de cumplimiento de obligaciones que vienen del derecho que podríamos llamar *común*. No se plantea aquí, así como con los objetivos, soluciones que respondan al dinamismo de una práctica de mercado y a su coyuntura cambiante, sino más bien se mantiene ese intento por volver estático un fenómeno dinámico ante la rigidez de su regulación. Por ejemplo, en los *considerandos* de la Directiva 2014/57/UE se menciona:

> Es esencial reforzar el cumplimiento de las normas sobre abuso de mercado previendo sanciones penales que demuestren una desaprobación social de carácter más severo frente a la que denotan las sanciones administrativas. La tipificación como infracciones penales de, al menos, las formas graves de abuso de mercado establecen unos límites claros que señalan los tipos de conductas que se consideran particularmente inaceptables, y transmite a la población y a los posibles infractores la enorme seriedad con que las afrontan las autoridades competentes. (Directiva 2014/57/UE, 2)

Podría decirse que ese «límite claro» responde a la necesidad del Estado, traducida a la sociedad, de utilizar el derecho penal para el buen funcionamiento del sistema financiero y, concretamente, del mercado de capitales, a efectos de mantener su equilibrio y rol regulador en la economía.

En este sentido:

> Se verifica, pues, una progresiva inefectividad política, administrativa, normativa, operativa e incluso organizativa del Estado keynesiano o intervencionista. Su prolífica, aunque errática producción legislativa, al aumentar de modo cada vez más desordenado y articulado el número de materias, actividades y comportamientos regulados por textos legales, acaba conduciendo a la ruptura de la organicidad, de la unidad lógica y de la racionalidad sistémica del ordenamiento jurídico. Ello se traduce en la perdida de la propia capacidad de predeterminación de las decisiones concretas por medio del derecho positivo. Esta disfuncionalidad creciente del Estado «social» o regulador y de su instrumental normativo configura un proceso que ha sido llamado de «ingobernabilidad sistémica» o «crisis de gobernabilidad» para los estudiosos de la ciencia política. Los sociólogos y teóricos del derecho la han denominado «inflación legislativa», «juridificación» (o «sobrejuridificación») y «trilema regulatorio». (Faria 2001, 100)

III. Análisis de los objetivos y medios identificados para abarcar la complejidad y la naturaleza riesgosa del *insider trading*

A. Complejidad del *insider trading*

El relevamiento de objetivos y medios previstos para regular el ilícito del *insider trading* pone de manifiesto varias cuestiones o conclusiones muy preliminares:

1) El *insider trading* es considerado por la normativa una práctica ilegal o un delito;
2) la información es considerada un activo valioso y un componente esencial del mercado de capitales con la potencialidad de cambiar el curso normal de este;
3) la información debe estar disponible equitativamente para todos los participantes del mercado y abstenerse de su uso individual en detrimento de los otros;
4) la carencia de información relevante para algunos participantes del mercado de capitales colaboraría con el mal funcionamiento de este y con su falta de transparencia, confiabilidad e igualdad, que es lo que se busca proteger.

Para profundizar en estas cuestiones, se intentará explicar a continuación el funcionamiento del mercado, ya que de allí deriva originariamente la complejidad del fenómeno del *insider trading:* «un control general sobre la Bolsa no es más que una palabra vacía, y esto hay que tenerlo en cuenta; se trata de decidir que fenómenos concretos deben y pueden controlarse, o regularse, mediante una intervención legislativa; que negocios, por ejemplo, y entre qué tipo de personas, deben y pueden prohibirse» (Weber 2013, 65).

B. Concepto y funcionamiento del mercado de capitales: ¿qué es y cómo funciona?

El mercado de capitales es aquel en el que interactúan oferentes y demandantes del capital financiero (dinero, valores, activos financieros). Comprende, además, la existencia de intermediarios, reguladores, regulaciones y otros participantes especializados o individuos que permite a esos oferentes y demandantes cumplir con sus objetivos. Se ofrecen, en él, recursos de financiación de mediano y largo plazo, como instrumentos de

renta fija, renta variable y derivados financieros. Este mercado toma ahorros públicos y canaliza a inversiones productivas. Las empresas financian sus proyectos, ya sea a través de deuda (emitiendo bonos) o con fondos propios (emitiendo sus acciones). Los gobiernos, por su parte, solo pueden emitir deuda. El mercado primario es donde se emiten y venden por primera vez valores, mientras que el mercado secundario es donde se negocian los valores que ya han sido emitidos y vendidos en el mercado primario (intercambio entre inversores).

> En la Bolsa, se concluye un negocio sobre una mercancía que no está presente, porque a menudo aún se encuentra en camino, o incluso se ha de producir, entre un comprador, que normalmente no la quiere conservar para sí, sino transmitirla obteniendo un beneficio (si es posible, antes de comprarla y pagarla), y un vendedor, que normalmente no la tiene aún ni en la mayoría de los casos la produce el, sino que solo quiere comprarla para obtener un beneficio. (Weber 2013, 30)

Que los mercados sean organizados no implica que su funcionamiento sea perfecto. En un mercado ideal de competencia perfecta, las empresas no manipulan los precios para establecerlos libremente, no existen barreras de entrada y salida de empresas al mercado, la información es completa e igual para todos sus participantes, existe independencia de utilidad y producción, entre otras condiciones que constituyen el deseado equilibrio entre oferta y demanda. Por el contrario, cuando los supuestos del mercado competitivo no se cumplen, el sistema de precios lleva a asignaciones ineficientes, no se alcanza el pretendido equilibrio entre oferta y demanda y surgen las llamadas *fallas de mercado*.

Las fallas de mercado suponen que existan barreras de entrada y de salida e información asimétrica. Estas y otras fallas de mercado existentes justifican que los Estados intervengan en la asignación de recursos y en su defensa a través de la regulación, de creaciones normativas de protección para los distintos participantes del mercado y de las instituciones jurídicas correspondientes, ya que estas hacen que la producción o el consumo en una economía sean ineficientes. Ahora bien, sin perjuicio de las fallas «teóricas» identificadas, la necesidad de entender cómo funcionan los mercados radica en distinguir sus imperfecciones e inequidades, para diferenciar una acción de sus agentes que pueda ser dolosa, imprudente o negligente, de una que no lo sea. Se trata de un mercado, tan volátil, que funciona con base en expectativas de lo que pueda o no suceder, según las conductas de sus participantes.

Sin perjuicio de que las fallas de mercado como las asimetrías de información puedan justificar la intervención gubernamental en la asignación de recursos, no garantizan que

la competencia sea perfecta, ya que esto sucede solo en un plano teórico e ideal. Sin embargo, aun así, los principios del mercado de capitales ya nombrados sí persiguen ese objetivo general. Como ya se ha mencionado, en la perspectiva de la teoría del análisis económico del derecho, el contar con información suficiente reduce costos de transacción y habilita la actuación en el marco de una competencia perfecta. Esto es una aspiración de los mercados, a la vez que genera una guía de actuación dirigida a tal fin.

El mercado reacciona ante las malas noticias, hay pánicos e impulsos vendedores. Pero mientras haya crecimiento económico, el mercado y las empresas aumentan su valor. La aversión a las pérdidas hace que se conviva con la volatilidad y que se tomen decisiones incorrectas, ya que instintivamente se va a comprar caro (cuando todo sube y habría garantía de rentabilidad) y a vender barato (cuando el mercado ha caído), actuando en función de dicha volatilidad y especulando sin tener en cuenta el capital o el largo plazo (Fisher Investments España 2023).

C. El concepto de riesgo

Como fue mencionado en otro capítulo, el riesgo se define como la «contingencia o proximidad de un daño» (RAE 2023). Podría decirse, en el caso del mercado de capitales, que es la posibilidad de sufrir un perjuicio de carácter económico, ocasionado por la incertidumbre en el comportamiento de variables o factores determinados o indeterminados, que afecten el entorno económico. «Tanto en la fase de decisión sobre la aceptación de un riesgo, como en la de su gestión, no es infrecuente que deban adoptarse decisiones en entornos de incertidumbre, puesto que esta, la incertidumbre, es consustancial al riesgo» (Esteve Pardo 2021, 193). La lógica del riesgo persigue el esquema de la identificación de este, su cuantificación, límites y tolerancia y su cobertura o mitigación.

En este sentido, el *insider trading* es una posible práctica riesgosa inherente al mercado de capitales y al valor que tiene la información en este. Si bien, para el esquema presentado anteriormente, es posible identificarlo como tal y quizás pensar en niveles, o no, de tolerancia frente a este, resulta problemática su mitigación, debido a que en él se encuentra inmerso el comportamiento humano. ¿Por qué inherente? Porque quien está dentro del mercado de capitales puede, por la posición que ostente en este, descubrir en

cualquier momento un dato con potencialidad de cambiar el curso de sus decisiones y, por ende, transaccionar distinto, buscando la oportunidad de ganancia.

> De esta forma, pues, consideramos que lo que la norma intenta proteger es la igualdad en el riesgo que suponen las operaciones bursátiles: la bolsa es un negocio de riesgos en el que solo algunos obtendrán ganancias, mientras que otros sufrirán pérdidas económicas, pero esta dinámica es también consustancial al sistema, siempre que todos los participantes hayan asumido los mismos riesgos inherentes a la actividad bursátil y no lo hayan conjurado valiéndose de su posición de privilegio. En este sentido, todos los participantes en el mercado deben asumir los mismos riesgos y solo les está permitido conjurarlo por medio de sus especiales capacidades de gestión y negociación, en cuyo caso la igualdad de oportunidades —en su faceta de igualdad en el riesgo— como bien jurídico colectivo no se vería afectada. (Vega Gutiérrez 2013, 161)

De la cita anterior, podemos deducir, entonces, que no se trataría de evitar asumir riesgos, sino concretamente de que se produzca, por ejemplo, una maniobra de *insider trading* que desestabilice la igualdad en los riesgos asumidos por todos los agentes del mercado.

El *insider trading*, entonces, ¿es un riesgo necesario en un mercado competitivo?, ¿podría el mercado prescindir del *insider*?, ¿cuál es la frontera entre riesgo tolerable y riesgo con contenido lesivo? Los riesgos tolerables se pueden definir como aquellos que se aceptan en un determinado contexto de acuerdo con los valores o creencias actuales de la sociedad: «situándonos aun en un plano descriptivo, este Derecho Penal del riesgo se caracteriza además porque el comportamiento que va a ser tipificado no se considera previamente como socialmente inadecuado, al contrario, se criminaliza para que sea considerado como socialmente desvalorado» (Prittwitz 2003, 262). De algún modo, se criminaliza, de esta forma, la falta de igualdad de oportunidades para los inversores, salvo en lo que respecta a sus «honestas» habilidades de estrategia o negociación, «en la Bolsa no existen formas negociales ni manipulaciones que, a causa de su forma, sean por sí mismas “rectas” o “no rectas”, sino solo hombres de negocios “rectos” o “no rectos” que sirven de dichas formas. De las personas depende» (Weber 2013, 61).

«Es extraño pensar que quizás ninguna época fue más “segura” que la nuestra, y no obstante todos padecemos de una preocupación creciente, inconmensurable a todo acontecimiento, debería decir: a todo riesgo de acontecimiento» (Dufourmantelle 2019, 57). Partiendo de esta idea, podemos hablar entonces del concepto de *la sociedad de riesgo* esgrimida por Ulrich Beck, y agregar, en sus propias palabras:

> Surgen sobre todo de la doble faz de los riesgos en la sociedad de mercado desarrollada: los riesgos son aquí no solo riesgos, sino también oportunidades de mercado. De ahí que precisamente con el despliegue de la sociedad del

> riesgo se desplieguen los contrastes entre quienes están afectados por los riesgos y quienes se benefician de ellos. De una manera similar crece el significado social y político del saber, y por tanto, el poder sobre los medios que lo configuran (la ciencia y la investigación) y lo difunden (los medios de comunicación de masas). En este sentido, la sociedad del riesgo es también la sociedad de la ciencia, de los medios y de la información. En ella se abren así nuevos contrastes entre quienes producen las definiciones de riesgo y quienes las consumen. (Beck 2019, 69)

El Estado se presenta entonces ante la sociedad del riesgo, al desafío de su entendimiento y regulación, requiriendo para ello de nuevas herramientas, como lo es la tecnología para detectarlos, identificarlos y mitigarlos a modo de que se vuelvan abarcables por la normativa y se evite el impacto negativo sobre el mercado.

> Los riesgos, en este entendimiento, son objeto de administración (management) a fin de disminuir las chances de que ocurran a futuro daños concretos, lo cual es diferente de la idea de una intervención sobre un delito cometido, que debe ser investigado y eventualmente sancionado. De acuerdo a la lógica del riesgo, ya no son hechos o acciones, sino la puesta en peligro (o en riesgo, en todo caso) de la seguridad, los que adquieren relevancia para el sistema penal. Todo factor que pudiera dejar presumir esta puesta en peligro es colocado en una matriz o codiseñado junto a otros factores de riesgo, formará parte de bases de datos para el análisis, reconocimiento y activación de alarmas para la intervención temprana. (Böhm 2015, 4-5)

Tal como también explica Cornelius Prittwitz (2001, 441) en uno de sus trabajos, un Estado social debería estar más orientado a la ayuda que a la represión. Esto podría identificarse con la tarea de prevención y no con el castigo penal, siempre que este no sea requerido por la sociedad como medio de protección, en cuyo caso se daría la aplicación del derecho penal de *ultima ratio*.

De este escenario, surge el apartado siguiente en el que se analizará el fenómeno regulatorio.

D. El fenómeno regulatorio

Como se señaló precedentemente, hablar de riesgos supone hablar de fenómenos inciertos que pueden suceder y generar un impacto incluso hasta irreversible en la sociedad. Por lo que hoy el Estado se ve en la obligación de replantearse su política, tanto legislativa como criminal, para intentar dar protección al interés general y a los servicios económicos asociados a este. El mercado de capitales es, quizás, el que presenta más dificultades en este sentido, ya que hoy en día su desarrollo se encuentra alineado con un crecimiento de actividades desreguladas que se despliegan en él, y con potencialidades tecnológicas que

se prueban en su seno, que se visualizan inalcanzables por la rigidez de la regulación existente.

> El sistema jurídico habrá de adaptarse así en muchos de sus componentes para encarar la incertidumbre, y a tal efecto está desarrollando nuevas estrategias como la que acaba de apuntarse de la adaptación de las autorizaciones a la mejor tecnología disponible. Entre esas estrategias destaca si duda la que se articula en torno al principio de precaución, concebido precisamente para fundar en él decisiones que han de adoptarse en entornos de incertidumbre insuperable, al menos en el momento en que deben adoptarse aquellas, puesto que es perfectamente posible y deseable —a ello también se orienta el principio de precaución— que esa incertidumbre se reduzca más adelante. (Esteve Pardo 2021, 194)

El Estado, siguiendo a Esteve Pardo, se encuentra ante la consideración de referencias económicas dadas por el mercado para regular servicios de interés general y al uso de la ciencia y tecnología para la regulación de riesgos, cuando se trata de ellos. Dicho esto, podría sostenerse que el Estado, a través de sus instituciones reguladoras, se encuentra ante un doble desafío: el de entender los riesgos del mercado de capitales como parte de la economía en su funcionamiento en general y los riesgos ínsitos a él, como es el del *insider trading*. A saber:

> El Estado garante no responde a un diseño y a una afirmación constitucional. No está definido, ni aludido siquiera, en la Constitución. Se trata de una elaboración doctrinal y conceptual que sintoniza con la reciente evolución en la correlación entre Estado y sociedad, cuando el conocimiento científico y técnico, así como el protagonismo gestor de servicios públicos, se encuentra en manos de sujetos privados, en régimen de mercado. Lo que el Estado garante pretende entonces es garantizar la atención de intereses generales y valores constitucionales en ese panorama dominado por sujetos privados (Esteve Pardo 2021, 35).

Como manifiesta el autor, se trata entonces de una nueva configuración de Estado que consistiría en cómo regular eficientemente las practicas económicas para garantizar el interés general, definiendo el mercado y determinando la intervención de sus operadores.

Pero ¿cuáles son los límites del derecho en relación con esta figura propia de la economía de mercado? El primer gran límite del derecho que se viene presentando en este trabajo tiene que ver con las leyes, las normas en general, que procuran regular una práctica riesgosa y social, cuando el derecho, además, no puede resolver todos los problemas sociales ni socioeconómicos. Por ello, sucede que las administraciones públicas delegan atribuciones regulatorias a sujetos privados afectados o beneficiados por el impacto de las normas y que cuentan con recursos humanos y económicos suficientes para hacerlo (autorregularse). En esta línea, «la autorregulación regulada o corregulación se refiere a

los supuestos en que el ente privado es incorporado al proceso regulatorio público (ya sea a su faz normativa o a su faz de control) de forma subordinada a fines o intereses públicos en concretos, que han sido determinados por el Estado» (Cufré *et al.* 2018, 219).

Incluso, de este modo, el *compliance* o cumplimiento normativo (o de reglas de derecho), entendido como especie dentro del género de la autorregulación, es exigido a estos entes privados con la finalidad de que identifiquen y prevengan actuaciones irregulares o ilícitas en las corporaciones, que las haga incurrir en responsabilidad y, adicionalmente, de ocurrir el daño, procurar minimizar los efectos perjudiciales para esta, el mercado y los ciudadanos. En el caso del *insider trading* implicará adoptar políticas internas que prevean actividades permitidas y restringidas y procedimientos de autorización, registro y control, respecto al cumplimiento por parte de los empleados del correcto uso y divulgación de la información sensible, aprobados por las gerencias o directorios. De este modo, se evitan prácticas comerciales contrarias al ilícito del *insider trading.*

Otro escenario posible sería pensar ¿qué sucede si no se regula y por tanto no se prohíbe el *insider trading*? Asumiendo el desafío de que la información, al igual que otros activos, es de fácil transmisión.

> 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. (Redondo 2022, 5)

Manne sostuvo a través de la teoría que lleva su nombre, en la que no ingresará en este trabajo en profundidad, que la permisividad del *insider trading* podía aumentar la liquidez del mercado, al permitir que los *insiders* compren y vendan acciones en momentos oportunos, brindando un mayor ingreso de información al mercado de tipo valiosa. Por esto, proponía la regulación estricta de la divulgación y uso de esa información, teóricamente ilegítima, pero de valor, y castigar exclusivamente la conducta de divulgación y uso de aquella de tipo engañosa o falsa.

En este sentido:

> El iniciado que negocia con información material no pública no manipula el mercado, sino que, en todo caso, fuerza el precio de mercado de una acción en la dirección de su valor real. El uso de información privilegiada es también lo

> contrario de la especulación. Lejos de apostar por cómo reaccionarán los demás ante un cambio repentino de precios o una tendencia del mercado, el operador con información privilegiada compra o vende desde el punto de vista de la certeza relativa, basándose en información que refleja el verdadero estado del valor actual de la empresa. (Anderson 2018, 31)[5]

IV. Efectos prácticos generados por la persecución de esos objetivos. Referencia a la jurisprudencia existente en la materia

¿Cómo han impactado estas regulaciones, sus objetivos y medios en la realidad? En esta pregunta se pretende profundizar en el presente apartado sobre los efectos en la persecución de los objetivos relevados.

El contexto de alarma mundial provocado por la aparición del COVID-19 se considera un tema actual y de interés, ya que resulta un ejemplo a destacar el presunto destape de casos de información privilegiada en el Congreso de los EE. UU (Ruiz de Gauna 2020). Según se investiga por autoridades supervisoras y reguladoras como la SEC, varios legisladores habrían vendido acciones de cadenas hoteleras y demás negocios afectados por esta pandemia, apenas tomaron conocimiento de la posible y probable propagación de dicho virus. Ahora bien, sin entrar en los detalles de estos casos, pero sí considerando la defensa de muchos de esos legisladores —que articularon estas manifestando que simplemente habían realizado tales ventas por las noticias que los medios de prensa se encargaron de difundir masivamente, obviando que formaban parte de comisiones de estudio y comités de seguimiento sobre el coronavirus— cabe preguntarse: ¿qué tan sutil puede ser la línea entre información pública bien interpretada/profundizada/estudiada e información privilegiada? Y segundo punto, ¿qué tan restringida o privilegiada puede resultar la información cuando se trata de episodios a los que tarde o temprano concurrirá toda la gente alrededor del mundo? (Blandón 2020). El análisis parece ser, frente a estas dos cuestiones, temporal quizá y subjetivo.

[5] Traducción de la autora. Original: «The insider who trades on material nonpublic information does not manipulate the market, but, if anything, forces the market price of a stock in the direction of its true value. Insider trading is also the opposite of speculation. Far from betting on how others will react to a sudden price change or market trend, the insider trader buys or sells from the standpoint of relative certainly - based on information reflecting the true state of the firm's current value» (Anderson 2018, 31).

A continuación, se analizan brevemente *leading cases*[6] de Argentina y EE. UU. a modo de advertir los efectos de la regulación existente:

Establecimiento Modelo Terrabusi S. A. («Terrabusi») a Nabisco (Marval 2007). Este caso tuvo lugar en Argentina en la década de 1990. Puntualmente, Terrabusi acusó a Nabisco de haber utilizado información privilegiada para adquirir acciones de Terrabusi a un precio menor al que valían realmente, a través del uso de información confidencial sobre su situación financiera. Aquí la investigación fue iniciada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) de Argentina que «determinó que, aunque la celebración del Acuerdo de Entendimiento con Nabisco fue informado al público, el precio por acción acordado con Nabisco nunca fue comunicado públicamente. Esa información tenía aptitud suficiente para afectar sustancialmente la colocación de títulos valores o el curso de la negociación en los mercados. Al operar conociendo esta información privilegiada los *insiders* aprovecharon la desigualdad de condiciones respecto de los restantes inversores. La CNV interpretó que la finalidad de la norma es lograr la transparencia en el mercado, fundamental para generar confianza en el inversor, lo cual necesariamente requiere garantizar el acceso a información confiable y suficiente». Luego, distintas cámaras nacionales de apelaciones en lo comercial confirmaron y revocaron el pronunciamiento de sumario de la CNV, hasta que, por un fallo de la Corte Suprema de Justicia, se volvió a confirmar lo argumentado y resuelto por la CNV, expuesto más arriba, e impuso multas a los acusados. Este breve resumen, sin ingresar en los detalles y argumentos que el caso pueda traer con mayor profundidad, tiene relevancia para este trabajo ya que, en primer lugar, la CNV toma los objetivos relevados de transparencia en el mercado y confianza del inversor para reafirmar su pronunciamiento. En segundo lugar, la Corte Suprema confirma la efectividad de la medida de multa como sanción administrativa, entendiendo que no cabe la de índole penal, sino el ejercicio del poder de policía de la administración a través de la CNV. Esto generó un importante precedente jurisprudencial en la materia en Argentina y fue de impacto para todo el mercado, ya que confirmó las facultades sancionatorias de la CNV en la materia y se fundó en el principio de la jurisprudencia estadounidense *abstain or disclose*.

Agencia Télam. (2020, 6 de marzo). Condenaron a Marcelo Mindlin por usar información privilegiada en la compra de Petrobras (La Política Online 2016). En 2017, la CNV inició una investigación sobre la compra de acciones de la empresa Petrobras

[6] Caso de referencia o que se utiliza como precedente para otros de similares características.

Argentina por parte de Pampa Energía en el año 2016. La CNV fundamentó que uno de sus accionistas utilizó información privilegiada para realizar la compra de las acciones de Petrobras, antes de que se anunciara la adquisición de la empresa por parte de Pampa Energía.

En 2020, la justicia lo declaró culpable por realizar operaciones con información privilegiada y lo condenó a pagar una multa y a no poder ejercer cargos ejecutivos en empresas cotizadas en bolsa por el plazo de un año.

Si bien la defensa apeló dicha decisión, es importante resaltar los medios de sanción interpuestos, que han sido dos de los recogidos en el relevamiento realizado y que se aplicaron conjuntamente a un reconocido empresario argentino, lo que genera, asimismo, el efecto adverso reputacional.

Comisión de Valores de los Estados Unidos (SEC). (2016, 19 de mayo). ***Phil Mickelson to repay profits from trading in Dean Foods stock on insider information*** (*Securities and Exchange Commission* 2016). El caso Phil Mickelson se refiere a una investigación llevada a cabo por la SEC sobre el golfista profesional Phil Mickelson y su posible implicancia en un caso de *insider trading*, utilizando información privilegiada para invertir en acciones de Dean Foods.

En 2012, un inversionista y amigo de este habría recibido información confidencial sobre la compañía de parte de otro amigo y expresidente del consejo de administración de Dean Foods. La habría compartido, llevándolo, entonces, a invertir en acciones poco antes de que la empresa anunciara sus resultados trimestrales y sus acciones subieran de valor.

En 2016, la SEC presentó la demanda contra su amigo y el tercero por uso de información privilegiada para el caso de Dean Foods. En la demanda, también se mencionaba a Mickelson como uno de los beneficiarios de la información privilegiada, pero no fue acusado directamente en la demanda, aunque consintió pagar una importante sanción económica para subsanar la investigación de la SEC. Mickelson afirmó no tener conocimiento de que se trataba de información privilegiada.

En 2017, su amigo (quien brindó la información para que invirtiera) fue declarado culpable de fraude relacionado con el caso de Dean Foods y otros casos de *insider trading*. Fue sentenciado a cinco años de prisión y multado significativamente. A su vez, el amigo de este, parte de la compañía en cuestión, también se declaró culpable y fue sentenciado

a prisión. En resumen, se trata de sanciones ya relevadas, que en este caso se vieron incrementadas por la situación de engaño y fraude al inversionista.

Concluyendo, se podría decir que los casos presentados demuestran la aplicación tanto de los objetivos propuestos por las normas en general como los medios implicados para el cumplimiento de estos, ya sea desde la normativa CNV como desde la normativa de la SEC. Queda claro, entonces, la aplicabilidad de las sanciones, sin perjuicio de lo cual se sostiene la interrogante sobre la posible prevención de estas conductas y su detección, ya que en general se trata de filtraciones que no responden a un mecanismo de denuncia interno de las corporaciones o investigaciones llevadas a cabo por estas. Esto reafirma la hipótesis del *insider trading* como riesgo ínsito al mercado de capitales y la consciencia sobre la volatilidad de quienes realizan esta práctica ilegal, que de alguna forma sus propios participantes entenderían como «legítima» al menos para el ámbito económico y no del derecho.

V. A modo de conclusión

Este trabajo tuvo la pretensión de formular preguntas que hacen a su objeto e intentar brindar algunas respuestas a estas. En ese sentido, se destacan a lo largo del texto dos interrogantes fundamentales: a) ¿dan alcance los objetivos de las normas a los distintos aspectos de la naturaleza riesgosa del fenómeno del *insider trading*?, b) ¿qué efectos prácticos genera la persecución de esos objetivos?

Los objetivos planteados por las normas responden a principios generales y valores constitucionales, lo que genera, a su vez, otra interrogante: ¿se puede proteger, por ejemplo, la transparencia del mercado de capitales o la confianza de sus inversionistas, aplicándole una multa al que actúe como *insider*? Quizás su efecto podría estar dado por el solo hecho de castigarlo o por el efecto reputacional negativo para quien comete *insider trading* frente a los demás participantes del mercado de capitales, pero su aplicación parece vaga frente a objetivos tan pretensiosos.

Se parte de la premisa de que el mercado de capitales es un mercado naturalmente dinámico y volátil que acompaña el cambio social. El derecho, sin embargo, interviene en las prácticas económicas muchas veces en forma insuficiente como para detectar determinados cambios o conductas asociados a él. Este hecho en el caso del *insider*

trading se traduce, por ejemplo, en la poca cantidad de condenas que existen en las distintas regulaciones observadas[7], motivo por el que suelen ser tomadas por la jurisprudencia de estos países como *leading cases*.

Los estados se encuentran hoy ante el desafío de entender no solo las variables económicas que afecten razones de interés general, sino que a este reto se le suma el de la necesidad de identificar, gestionar y tomar decisiones legislativas respecto a los riesgos que supone el ámbito económico dentro de las sociedades. Esto se debe a que su avance se da mucho más rápido que el del fenómeno regulatorio, lo que resulta en que el objetivo y desafío de los reguladores sea entender los riesgos del mercado en una ya acreditada sociedad de riesgos.

El mercado de capitales en el que se realiza la oferta y la demanda de valores negociados por los sectores económicos más relevantes tiene características complejas y es de tipo cerrado, pues participan de él unos pocos, de algún modo privilegiados. Los que a su vez se distinguen en mérito de ser mejores empresarios o negociadores de los valores en juego:

> […] los documentos de datos fundamentales o aquellos sobre situación patrimonial normalmente carecen de relevancia para el público general, ya que estos nunca han tenido el interés o la capacidad financiera para invertir en acciones u otros productos financieros.
>
> Un estado como el descrito no es solo curioso, sino que tiene un sistema: en tanto se mejora la información para aquellos que no son actores significativos en el mercado de capitales, pero que no están en condiciones ni de apoyarlo ni de ponerlo en peligro, se desvía el foco de los verdaderamente poderosos. (Hefendehl 2020, 259)

En este trabajo se buscó analizar conceptos como el del *riesgo* o el de *fenómeno regulatorio* para intentar explicar la complejidad del mercado de capitales y del *insider trading* como fenómeno producto de su propio funcionamiento. Más allá de la selección realizada, se presentó la dificultad de contar con poca bibliografía y jurisprudencia sobre el tema, por lo que el hecho de que no se haya profundizado, incluso en su perspectiva desde el riesgo como concepto, resultó ser una sorpresa.

Se concluye, de esta forma, que el *insider trading* como práctica riesgosa está integrada por dos elementos sustanciales, el de la información (su relevancia, posesión y uso) y el de la conducta (humana) del *insider* (ya sea que ésta sea considerada inmoral o

[7] Si bien no se arroja el dato en este trabajo de qué cantidad de condenas por *insider trading* hay por país, al hacer el relevamiento se observó que son pocos los casos con sentencias condenatorias sobre el asunto.

anticompetitiva). Ambas cuestiones, en el contexto volátil y dinámico del mercado de capitales, parecen ser pasibles de ser castigadas bajo determinada estructura normativa, pero poco mitigables como riesgos inherentes al contexto del mercado de capitales.

Para finalizar, es menester mencionar que resultaría muy enriquecedor que, en el futuro, se publique más material relacionado con esta temática, con mayor alcance, profundidad teórica y práctica. También resultaría interesante que se incluya, incluso, trabajo de campo; por ejemplo, entrevistas con participantes del mercado que aporten su visión sobre el fenómeno desde dentro.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

VI. Referencias bibliográficas

Anderson, John. 2018. *Insider Trading. Law, Ethics, and Reform*. Cambridge: Cambridge University Press.

Beck, Ulrich. 2019. *La sociedad del riesgo*. Barcelona: Paidós.

Blandón Ramírez, Daniela. 2020. *Carrera 'anticovid': sin vacuna aprobada, farmacéuticas disparan su valor en bolsa*. https://www.france24.com/es/programas/econom%C3%ADa/20201121-carrera-anticovid-sin-vacuna-aprobada-farmac%C3%A9uticas-disparan-su-valor-en-bolsa

Böhm, María Laura. 2015. «Justicia preventiva». *Revista penal*, n.º 37: 1-26.

Cufré, Denisse, Raskovsky, Rodrigo, Lascano, Sofía, Botero, Santiago. 2018. «Autorregulación empresarial. Herramientas conceptuales». *Derecho penal y criminología*, n.º 07.

Dufourmantelle, Anne. 2019. *Elogio del riesgo*. Buenos Aires: Nocturna Editora/Paradiso Editores.

El Economista. 2023. *Mercados de capitales*. https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/mercados-de-capitales

Esteve Pardo, José. 2021. *Principios de Derecho Regulatorio. Servicios económicos y de interés general y regulación de riesgos*. Madrid: Marcial Pons.

Faria, José. 2001. *El derecho en la economía globalizada*. Madrid: Trotta.

Fisher Investments España. 2023. *La volatilidad no tiene por qué ser un factor adverso para sus inversiones*. https://www.fisherinvestments.com/es-es/publicaciones/ciclos-bursatiles/la-volatilidad-del-mercado

Florenciano, Dunia. 2016. «Procedimientos de Control y de Prueba en relación con las Practicas de Insider Trading». En *Fraude a consumidores y derecho penal* por Vicente Valiente Ivañez (Coord.) 109-119. Buenos Aires: BdeF.

Galain, Pablo, Lascano, Sofía. 2021. «Uruguay». En *Tratado angloiberoamericano sobre compliance penal* por Ontiveros Alonso, Miguel, Orsi, Gabriel y Rodríguez-López, Fernando (Coords.) 852-853. Valencia: tirant lo blanch.

García Palominos, Gonzalo. 2015. «La idealización y la administrativización de la punibilidad del uso de Información Privilegiada. Un análisis de los discursos penales en la doctrina chilena». *Política criminal*, vol. 10, n.º 19.

Hefendehl, Roland. 2020 «Aspectos generales del derecho penal económico». En *El derecho penal económico en su dimensión global. dogmática, criminología y política criminal.* Hefendehl, Roland y Galain, Pablo (autores), pp. 9/29. Madrid: BdeF.

Hefendehl, Roland. 2020 «Derecho penal y sistema financiero». En *El derecho penal económico en su dimensión global. dogmática, criminología y política criminal.* Hefendehl, Roland y Galain, Pablo (autores), pp. 233-260. Madrid: BdeF.

Inversiopedia. 2023. *Teoría del mosaico*. https://inversiopedia.com/teoria-del-mosaico/

La Política Online. 2016. *El Gobierno le trabó a Mindlin la compra de Petrobras Argentina*. https://www.lapoliticaonline.com/nota/102381-el-gobierno-le-trabo-a-mindlin-la-compra-de-petrobras-argentina/

Lopresti, Rosa. 2020. «Acerca del abuso de información privilegiada. El *insider trading*. La transparencia en la oferta pública en el mercado de valores». Conferencia presentada en las XVI Jornadas y VI Internacional de Comunicaciones Científicas de la Facultad de Derecho, Corrientes, 9-12 de noviembre.

Marval. 2007. *Caso «Terrabusi»: leading case sobre insider trading*. https://www.marval.com/publicacion/caso-terrabusi-leading-case-sobre-insider-trading-5341

Prittwitz, Cornelius. 2001. «El derecho penal alemán: ¿Fragmentario? ¿Subsidiario? ¿Última ratio? Reflexiones sobre la razón y límites de los principios del Derecho penal». Romeo, Carlos María (Dir.) 441. En *La insostenible situación del derecho penal*. Granada: Comares.

Prittwitz, Cornelius. 2003. «Sociedad del riesgo y derecho penal». En *Crítica y justificación del derecho penal en el cambio de siglo: el análisis crítico de la Escuela de Frankfurt* por Luis Alberto Arroyo, Adán Nieto, Ulfrid Neumann (Coords.) 259-288. Castilla-La Mancha: Universidad de Castilla-La Mancha.

Real Academia Española. 2023. *Riesgo*. https://dle.rae.es/riesgo?m=form

Rodríguez, Nuri. 2010. *Mercado de Valore*s. Montevideo: FCU.

Ruiz de Gauna, Clara. 2020. *El coronavirus destapa casos de información privilegiada en el Congreso de EE. UU.* https://www.expansion.com/mercados/2020/03/20/5e750771468aebf4688b4597.html

Sutherland, Edwin. 2009. *El delito de cuello blanco*. Buenos Aires: BdeF.

Vega Gutiérrez, José. 2013. *Mercado de Valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil*. Montevideo: BdeF.

Weber, Max. 2013. *La Bolsa*. Barcelona: Ariel.

Bibliografía jurídica

Argentina. Ley n.º 11179 (T.O. 1984 actualizado). Código Penal de la Nación Argentina.

Argentina. Ley n.º 27440. Ley de financiamiento productivo. N.º 32829/18 v.

Argentina. Ley n.º 29831 de 27 de diciembre de 2012. Ley de mercado de capitales.

Bolsas y Mercados Argentinos. 2023. Política de uso de información privilegiada. Mercado registrado bajo el n.º 639 de la CNV, pp. 1-28.

Comisión Nacional de Valores. 2013. *Normas, Comisión Nacional de Valores.*

España. Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez. Boletín Oficial del Estado, n.º 111, de 10 de mayo de 2017. pp. 36792-37705

España. Ley 26/2003, de 17 de julio. Boletín Oficial del Estado, 17 de julio del 2003, núm. 171, pp. 28046 a 28052.

España. Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre de 1995. Boletín Oficial del Estado, núm. 281, de 23 de noviembre de 1995.

España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 2 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, núm. 255, de 24 de octubre de 2015.

España. Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera. Boletín Oficial del Estado, núm. 284, de 24 de noviembre de 2018.

Universidad de San Andrés

Estados Unidos. 1984. Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988. House-Energy and Commerce. 100-704. 8 de febrero de 1988.

Estados Unidos. 1984. Insider Trading Sanctions Act of 1984. House-Energy and Commerce | Senate - Banking, Housing, and Urban Affairs. 98-376. 6 de junio de 1983.

Estados Unidos. 2010. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Public Law. 111-203. 21 de julio de 2010.

Estados Unidos. 2022. Securities act of 1933. Securities and Exchange Commission. As Amended Through P.L. 117-263, Enacted December 23, 2022.

Estados Unidos. 2022. Securities Exchange act of 1934. Securities and Exchange Commission. As Amended Through P.L. 117-328, Enacted December 29, 2022.

Estados Unidos. 2023. Securities Offering and Trading Standards and Practices. Finra. https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5000#the-rule

Estados Unidos. Securities and Exchange Commission. 2016. *Agencies Invite Comment on Proposed Rule to Prohibit Incentive-Based Pay that Encourages Inappropriate Risk-Taking in Financial Institutions*. https://www.sec.gov/news/press-release/2016-89

Unión Europea. Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición. Diario Oficial de la Unión Europea L-2004-81028, 30 de abril de 2004, pp. 12-23.

Unión Europea. Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado) Diario Oficial de la Unión Europea L173/179, 16 de abril de 2014, pp. 1-11.

Unión Europea. Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Diario Oficial de la Unión Europea L173/349, 15 de mayo de 2014

Unión Europea. Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo

y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión. Diario Oficial de la Unión Europea L173/179, 12 de junio de 2014, pp. 1-61

Unión Europea. Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, Diario Oficial de la Unión Europea L65/49, 10 de marzo de 2016

Unión Europea. Regulation (EU) N.º 600/2014 of the European Parliament and of the Council, of 15 May 2014. On markets in financial instruments and amending Regulation (EU) N.º 648/2012, 15 de mayo de 2014

Uruguay. Circular n.º 2308 de 29 de noviembre de 2018. Banco Central del Uruguay. Mercado de valores, inversores especializados – reglamentación del artículo 93 de la Ley 18627, exp. 2018/02212 pp. 1-9.

Uruguay. Circular n.º 2320 de 17 de enero de 2019. Banco Central del Uruguay. Recopilación de normas del mercado de valores-adecuación de la normativa en materia de intermediación en valores, asesoramiento de inversión y gestión de portafolios, exp. 2018/02636 pp. 1-97.

Uruguay. Circular n.º 2321 de 17 de enero de 2019. Banco Central del Uruguay. Recopilación de normas de regulación y control del sistema financiero - adecuación de la normativa en materia de intermediación en valores, asesoramiento de inversión y gestión de portafolios, exp. 2018/02636 pp. 1-6.

Uruguay. Ley n.º 18627 de 16 de diciembre de 2009. Regulación del mercado de valores. Deuda pública. Registro Nacional de Leyes y Decretos. Tomo 2, Semestre: 2 p. 1793.

Uruguay. Ley n.º 19659 de 22 de octubre de 2018. Modificación de normas del proceso de resolución bancaria. Registro Nacional de Leyes y Decretos.

Universidad de San Andrés