



**ANÁLISIS COMPARATIVO DEL SISTEMA PROBATORIO EN  
MATERIA DE "INSIDER TRADING" EN ARGENTINA Y EN U.S.A.**

*Por Fernando Gabriel FALASCA \**

**I- INTRODUCCION**

El presente estudio pretende desarrollar una primera aproximación a la diferencia de tratamiento existente en materia probatoria para tener por constituida la figura del "insider trading", tal como se la conoce en los Estados Unidos de América y a la luz del tratamiento dado a la materia en el único antecedente jurisprudencial existente en nuestro país, a saber, el caso "Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. s/ Transferencia de paquete Accionario a Nabisco -CSJN 27/9/01-

Como es sabido el fenómeno conocido como "insider trading" o comercio ilegítimo de información privilegiada en el mercado de capitales tiene un amplio y profuso desarrollo tanto en materia normativa como jurisprudencial en los Estados Unidos de América.

Por el contrario, en nuestro país sólo registra el antecedente referido supra, el cual, adelantamos, merced a una exagerada exigencia en la valorización de las pruebas, tuvo por resultado final la descalificación por parte de la Corte Suprema de Justicia del fallo condenatorio dictado por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial contra los accionistas de la firma "Establecimiento Modelo Terrabusi S.A."

Me propongo pues, en los párrafos que siguen, analizar comparativamente la diferencia de tratamiento dada a las pruebas existentes en el citado fallo de la Corte Suprema de Justicia, en abierta contraposición con la validez probatoria dada a los elementos de Juicio aportados en distintas causas en tribunales estadounidenses.

**II- LA FIGURA DEL INSIDER TRADING EN LAS LEGISLACIONES  
ESTADOUNIDENSE Y ARGENTINA**



Comenzaré por aclarar que el "insider trading" es el uso de información de carácter reservado por parte de una persona cualquiera, a la que habitualmente se la conoce como el "insider", y que de alguna forma estuvo posibilitada de acceder a dicha información, y que conociendo el carácter reservado de la misma, hizo uso de ella para obtener, ya sea para sí mismo o para terceros, un beneficio interviniendo de alguna manera en la negociación o comercialización de acciones o títulos valores que cotizan en Bolsa.

Así, a consecuencia de tal actuación se genera una desigualdad en la negociación llevada a cabo en el mercado de capitales, provocando que quienes tienen conocimiento (ya sea en forma directa o indirecta) de información que aún no se ha hecho pública, se encuentren en posición ventajosa con respecto al co-contratante y el público en general, violándose de tal manera una de las reglas de oro de dichos mercados cual es la "transparencia en la oferta pública"

Hoy día casi la totalidad de los mercados más desarrollados poseen regulaciones específicas en la materia, procediendo a dictar normas que sancionan en algunos casos de manera muy severa la conducta del "insider trading".

En los Estados Unidos de América, la solución adoptada da predominancia a un análisis práctico de la cuestión, el que se puede sintetizar en la máxima de carácter imperativo: **revele o absténgase**.

Así, quien posee información privilegiada o de carácter reservado debe hacerla pública o de lo contrario, abstenerse de negociar sobre títulos sobre los cuales dicha información tuviere influencia.

La conducta sancionada se da tanto cuando quien posee acceso directo a la información (insider) opera en condición ventajosa, como cuando un tercero (outsider), quien toma conocimiento de la misma, realiza per se o a través de interpósita persona operaciones bursátiles sobre títulos accionarios relacionados con las firmas sobre las que la versa la información reservada.



La legislación de ese país da entonces, la posibilidad de demandar a todos quienes comerciaron con acciones o títulos, sobre los cuales se verificó la actividad especulativa del insider. También se puede accionar civilmente contra quien, aún no teniendo acceso directo a la fuente de información, se hubiere aprovechado del conocimiento de aquella que tuviere carácter restringido (que aún no se ha hecho pública en forma alguna) y haya logrado obtener ventaja del uso de la misma, alcanzando la sanción, según el caso, hasta el triple del beneficio obtenido de tal forma.

La figura del insider trading ha sido establecida en la Securities Exchange Act de 1934 y, posteriormente, en la Insider Trading Sanction Act de 1984 y en la Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act de 1988. El control de respeto a tales normas está a cargo de la Securities Exchange Commission (S.E.C.) que se ocupa de accionar cuando se infringen las reglas que protegen el principio de reserva de la información.

**En la Argentina** la figura del insider trading se incorporó a nuestra legislación a través de las Resoluciones Generales Nº 190 del 26 de noviembre de 1991 y su modificatoria Nº 227 del 26 de enero de 1993 de la Comisión Nacional de Valores.

La Resolución General 227/93 establece que los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes, profesionales intervinientes y en general, cualquier persona que en razón de su cargo, actividad, posición o relación **tenga información respecto al desenvolvimiento o negocios de una sociedad con oferta autorizada que aún no haya sido divulgada públicamente** y que, por su importancia, pueda afectar la colocación de títulos valores o en curso de su negociación en los mercados **deberá guardar estricta reserva.**

Asimismo establece que las personas previamente mencionadas **no podrán valerse de la información reservada allí referida a fin de obtener para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo**, deriven ellas de la compra o venta de títulos valores o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de oferta pública.



También la ley 19.550 de sociedades comerciales ya contenía reglas que obligan a los administradores el deber de obrar con lealtad y la diligencia de un buen hombre de negocios, de la cual se derivan los artículos 271, 272 y 273 que contienen disposiciones que regulan el conflicto de interés entre los directores y la sociedad, pudiendo interpretarse estos como comprensivos de la actividad de insider trading.

La Comisión Nacional de Valores en la Resolución 11.377 expresó: **“La información relevante y no pública pone en clara ventaja al que la posee, en perjuicio de los restantes participantes en el mercado ya que esta ventaja puede beneficiar económicamente al que la utiliza, en perjuicio del público inversor, restándole transparencia y equidad a los mercados de capitales. Por ende, tal perjuicio daña la confianza de los inversores, interfiriendo así con el propósito de los mercados de capitales, que es la canalización del ahorro hacia el sector productivo de la economía.”**

El Reglamento General 227 de la Comisión General de Valores establece que por información relevante debe entenderse todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación o negociación de los títulos valores de una sociedad con oferta pública autorizada, agregando que los administradores de entidades emisoras que realicen oferta pública de títulos valores y los integrantes de su órgano de fiscalización deberán informar inmediatamente a la Comisión Nacional de Valores la información relevante, como así también comunicar a las entidades autorreguladas en las que coticen sus títulos valores, la que deberá ser publicada de inmediato en sus boletines de información o en cualquier otro medio que garantice su amplia difusión.

La mencionada Resolución dispone que **cuando los “insiders” acceden a la información relevante y no pública, automáticamente se encuentran obligados a mantener estricta reserva de la misma**, y en consecuencia no pueden sacar provecho de esta.

Así, los “insiders” pueden operar en beneficio propio y/o de terceros con información relevante únicamente cuando la misma hubiere sido informada y publicada por el ente autorregulador en el cual negocian sus títulos valores, dando de esta forma posibilidad a que la totalidad del público inversor se encuentre en igualdad de condición que el “insider”.



### III-TRATAMIENTO EN TRIBUNALES ESTADOUNIDENSES

Los Tribunales norteamericanos desarrollaron un criterio mucho más amplio en cuanto al seguimiento y punibilidad de conductas relacionadas con la actividad.

Basados en el esquema normativo referido supra, la S.E.C. y la justicia instrumentaron lo que se conoce como **"abstain or disclose rule"** de conformidad a cuyos términos el sujeto será sancionable en caso de fraude, si actúa con una suerte de dolo pasivo o por omisión por violación a la obligación que aquella le impone. Esto es la necesidad de revelar la información a su co-contratante y en el caso de verse imposibilitado de hacerlo, abstenerse de contratar.

Así, esta regla fue extendida por la S.E.C. a las transacciones bursátiles y obra como precedente el caso "Cady, Roberts & Co.", de 1961, en el cual la Comisión sostuvo que se podía **extender, en determinadas circunstancias, la normativa del "insider" al "outsider"**.

Esta fue aplicada, por ejemplo, en "Shapiro vs. Merrill Lynch" de 1974, en el cual se estableció que la prohibición del insider trading se basa en **la mera posesión de información reservada que lo pone en la obligación de revelarla a fin de que todos los inversores tengan la misma posibilidad de acceso a ella, o bien, de abstenerse de negociar con los valores en juego.**

En relación con la extensión de la prohibición al outsider, la Comisión manifestó que **un operador que negocia con conocimiento de información privilegiada recibida por un insider, debe abstenerse de contratar** sobre dichos títulos hasta que la información no sea pública, o bien debe revelar dicha información al momento de negociar.

Con esa criterio base la S.E.C. dictó, en 1980, una regla complementaria (regla 14 e-3) de otra ya existente (regla 10 b-5), que calificó de ilegal toda negociación sobre la base de la obligación de *"no hacer pública la información emanada de un insider"* intentando evitar que, **la inexistencia implícita o explícita de un deber**



## **de guardar reserva sea motivo para impedir la aplicación de la normativa anti-fraude.**

Es entonces que la legislación estadounidense deja bien claro que tanto los ejecutivos como los consejeros de empresa deben informar de inmediato cualquier operación que realicen con títulos de su empresa, incluidas las realizadas sobre títulos accionarios, mediante comunicado dirigido a la "Securities and Exchange Commission" en un plazo de diez días desde el momento en que formalizaron la transacción.

Las sanciones pueden incluir desde multas hasta inhabilitación del cargo, aunque más gravoso aún resulta el caso que el Departamento de Justicia o los accionistas decidan demandarlo, siendo que, demostrada la culpabilidad, las condenas, pueden resultar en años de prisión.

La realidad demuestra que los casos de insider trading que ha investigado la S.E.C. en las últimas décadas se iniciaron por denuncias efectuadas por particulares que tomaron conocimiento de la realización de estas conductas, motivados por "recompensas" que la autoridad bursátil estadounidense ofrece a los "delatores", que pueden alcanzar hasta el diez por ciento del valor de la multa que se imponga al infractor.

Basado en este plexo normativo resulta interesante analizar el tratamiento dado a las pruebas colectadas a lo largo de los procesos a fin de determinar la configuración de las conductas punibles, **siendo que en este tipo de infracciones resulta en la mayoría de los casos más que difícil probar en forma fehaciente la realización de las actividades que los órganos de control sancionan.**

Así, **resulta demostrativo del criterio amplio en materia probatoria, el establecido en el caso "Estados Unidos de América c/Mc. Dermott, James J., Jr."**, en el cual un ex consejero delegado del banco de inversión norteamericano Keefe, Bruyette & Woods, fue condenado a ocho meses de prisión y a pagar una multa de 25.000 dólares por el uso de información privilegiada.



Mc. Dermott, procesado en abril de 2001 tras haber pasado información confidencial sobre cinco fusiones bancarias a su ex amante, la estrella del cine porno Kathryn Gannon, es el primer consejero delegado de la historia de Wall Street condenado por insider trading.

Hasta el año 1999, el demandado Mc. Dermott era el presidente, C.E.O. y chairman de Keefe Bruyette y Woods, un Banco de inversión con casa matriz en Nueva York que se dedica principalmente a fusiones y adquisiciones.

Alrededor del año 1996 Mc. Dermott se involucró sentimentalmente en una relación extramatrimonial con Kathryn Gannon, una Actriz de cine porno.

Durante el transcurso de la relación el demandado le hizo varias recomendaciones financieras a Gannon. Esta última a su vez mantenía otra relación con Anthony Pomponio, el cual recibió la información dada por Mc. Dermott a Gannon. Ni Pomponio ni Gannon tenían ningún tipo de experiencia en inversiones o transacciones bursátiles pero, aún así, gracias a la información suministrada por la accionada, consiguieron una ganancia de U\$S 170.000.-

El gobierno de los Estados Unidos decidió acusar a Mc. Dermott, Gannon y Pomponio del delito de conspiración para cometer insider trading, basándose en que la información suministrada por el primero era privilegiada y por lo tanto se encontraba reservada del público en general.

La evidencia presentada apuntó principalmente a tratar de demostrar la relación entre Mc. Dermott y Gannon y las actividades bursátiles de Pomponio.

Lo apreciable en torno a este caso fue que el Ministerio Público presentó **pruebas circunstanciales, tales como llamadas telefónicas entre los imputados y algunos documentos de donde resultaban las actividades bursátiles del co-demandado Pomponio**. El estado logró demostrar una relación temporal entre el momento en que Mc. Dermott se comunicaba con Gannon y las transacciones efectuadas por Pomponio. Mc. Dermott fue encontrado culpable y condenado a ocho meses de prisión, a una libertad supervisada por dos años y finalmente a pagar una fianza de u\$s 25.000.-



Mc. Dermott apeló la sentencia y expresó que las pruebas aportadas no constituían evidencia suficiente para ser condenado.

Entre los fundamentos, siguiendo antecedentes jurisprudenciales, la Corte recordó que **"En estos casos pesa sobre el apelante la obligación de demostrar que el Ministerio Público o el Querellante no han aportado 'elementos racionales' tendientes a acreditar la existencia del delito más allá de la duda razonable"** (United States v. Jones, 16 F.3d 487, 490 [2d Cir. 1994] (en cita de Jackson v. Virginia, 443 U.S. 307, 319 [1979])). Y que **estos principios deben aplicarse tanto a la prueba directa como a la prueba circunstancial** (fallo Gore , 154 F.3d at 40).

En cuanto a la validez probatoria de los elementos aportados, el tribunal entendió (abordando la cuestión desde la perspectiva restringida, que la evidencia aportada resultaba insuficiente para condenar a Mc. Dermott por el delito de conspiración para cometer, **pero suficiente para los cargos de ofensas en insider trading**.

Lo cierto es que Mc. Dermott y Gannon mantenían una relación amorosa y que el primero no tenía por que sospechar que la segunda iba a transmitir la información obtenida a terceros que podían tener cierta experiencia en transacciones comerciales.

Es más, de acuerdo a las pruebas agregadas resultó que Mc.Dermott ni siquiera tenía conocimiento de la existencia de Pomponio.

Para probar la comisión del delito de insider trading, **el estado debió acreditar que Mc. Dermott transmitió información confidencial a Gannon en violación de sus obligaciones empresariales**. Mc. Dermott alegó que el Ministerio Público falló en presentar pruebas que acreditaran, fuera de una duda razonable, que él había suministrado información reservada.

En cuanto a las pruebas colectadas se pudo determinar:

a) Que Mc. Dermott y Gannon mantenían un relación de amantes que implicó una incesante serie de **comunicaciones telefónicas** (sin que se conociera el contenido de esas comunicaciones).



- b) Que Gannon -que hasta ese momento era una persona sin conocimientos en lo que se refiere a las transacciones bursátiles- había abierto una cuenta a tales efectos con dinero suministrado por Mc. Dermott
- c) Que durante el período de su relación, Gannon realizó cerca de 21 operaciones bursátiles en diferentes bolsas.
- d) Que Gannon, siendo una amateur, fue bastante exitosa en el manejo de las transacciones.
- e) Que las conversaciones que mantenían Mc. Dermott y Gannon fueron realizadas en forma contemporánea al período en que se realizaron las transacciones bursátiles.

Entonces, **sólo con estos elementos probatorios reunidos por el Ministerio Público** (recordemos que no se consiguió presentar evidencia directa del contenido de las conversaciones entre Mc. Dermott y Gannon, pero por el resto de los hechos, se infirió el motivo de las mismas) **se dictó sentencia condenatoria.**

En los considerandos se afirmó que "**en este tipo de procesos por la naturaleza del delito y siendo que por general se discute información privilegiada y de difícil acceso, es admisible que la condena se base en pruebas circunstanciales**" (conf. lo dispuesto anteriormente en United States v. Morrison, 153 F.3d 34, 49 [2d Cir. 1998])

Resulta entonces que en los Tribunales de los Estados Unidos de América, la valorización de las pruebas reunidas en el juzgamiento de este tipo de delito, partiendo de la premisa de la dificultad para su acreditación plena, **determina que las pruebas circunstanciales alcanzan entidad suficiente para, a partir de las mismas, inferir presunciones sobre la forma en que se desencadenaron los hechos** y en consecuencia darlas por válidas y suficientes al momento de dictar sentencia con base en las mismas.

Nótese al respecto que si bien nunca se logró acreditar concretamente el traspaso de información de parte de Mc. Dermott a Gannon, **el solo hecho de que esta haya realizado a través de un tercero (Pomponio) operaciones bursátiles**



que le permitieron a ambos obtener beneficios económicos, en forma contemporánea a la relación que mantenía con aquél y siendo Mc. Dermott una persona que por su cargo poseía acceso a información reservada, resultaron circunstancias suficientes para entender por configurada la acción del “insider trading” y, en consecuencia sancionar la misma.

#### **IV- ANALISIS DE LA PRUEBA EN EL CASO “ESTABLECIMIENTO MODELO TERRABUSI S.A.”**

En nuestro país, como adelanté, sólo existe un precedente jurisprudencial “Comisión Nacional de Valores s/asunto: Establecimiento Modelo Terrabusi s/Transferencia de paquete accionario a Nabisco” en el cual se imputó a los investigados haber realizado negocios incompatibles con la posición que ocupaban en el Establecimiento Modelo Terrabusi S.A., transgrediendo las normas que sancionan el uso indebido de información relevante y no pública a las que tenían acceso, relacionada con la operatoria en curso de negociación referida a la transferencia del paquete accionario mayoritario a Nabisco.

En dicha causa, **la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, confirmó (remitiendo a los fundamentos del Sr. Fiscal General), lo dispuesto en la Resolución Nº 11.377 del 11 de Julio de 1996 de la Comisión Nacional de Valores** que impuso **sanción de multa** a Beatriz Auge de Spagui, Patricio Spagui, Gilberto Montagna y Francisco Pera, por **encontrarlos responsables de haber realizado negocios incompatibles con la posición que invertían en la sociedad “Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.”, en transgresión a las normas que sancionan el uso indebido de información relevante y no pública a la que tenían acceso.**

En el caso, vale aclarar, el Sr. Montagna se hallaba negociando con el Grupo Nabisco, las condiciones de venta del paquete mayoritario que poseían sus familiares en la firma “Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.”, a la vez que en



forma simultánea, estos realizaron por sí y por terceros operaciones de compra y venta de acciones de la misma firma en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Analizando la situación, el Fiscal de Cámara manifestó que ***en este tipo de figura "la infracción no requiere la efectiva alteración del mercado mobiliario, sino que la agresión al bien jurídico tutelado se produce cuando existe la mera posibilidad de que el uso de información privilegiada altere la "pars conditio", pues la norma contempla una infracción de peligro abstracto, que no requiere que la conducta descrita tenga un efecto negativo sobre la cotización"***

Para sostener la acusación el Fiscal expresó que la determinación de la Comisión no es producto de una concatenación arbitraria de presunciones, sino que la conclusión se apoya en testimonios sobre los cuales no cabe dudar y de inferencias lógicas derivadas de los hechos comprobados de la causa.

Así, consideró, "todas las intervenciones en el mercado que se mencionan en el acto recurrido, importan una clara violación a lo estatuido en el art. 21 de la Resolución 227/93, pues compraron cuando las acciones bajaban y vendieron cuando ellas subían, conducta invariable durante el lapso de las negociaciones, salvo desde el 21 de marzo de 1994, cuando los imputados compraron por encima del valor de \$ 5,80 (\*) y se había producido un estancamiento en las negociaciones."

- (\*) primer valor establecido por acción en el curso de la negociación.-

Agregó además el fiscal que ***"la situación del imputado Montagna merece especial consideración por cuanto no sólo transmitió información privilegiada, a cuya reserva se hallaba obligado, sino que negoció por cuenta de otros volúmenes considerables de acciones durante el período de la negociación, al igual que Auge de Spagui y Patricio Spagui."***

Interpuesto recurso ante la Corte Suprema de Justicia, se expidió el Procurador General de la Nación.



Luego de analizar los fundamentos de la Fiscalía, consideró en primer término el Alto Funcionario que *"tratándose de una figura novedosa del derecho penal administrativo, los elementos probatorios aportados deben ser examinados con mayor rigor que el habitual, requiriéndose un alto grado de prudencia, y, para ello, una acreditación muy específica y puntual, que asegure de manera por demás inequívoca que la conducta de los supuestos infractores efectivamente infringe las disposiciones legales vigentes en la materia"*

A ello el Sr. Procurador agrega: **"se realizan afirmaciones con fundamento en hechos no acreditados con el referido rigor en autos y que, en verdad, no logran sino construir meras inferencias opinables, no susceptibles de considerarse como una acabada prueba de presunciones que, por su gravedad, concordancia y precisión, permitan tener por acreditadas las conductas que se imputan."**

Y continúa diciendo: *"...la conclusión derivada de la sospecha del sumariante, que es factible pudiese ser cierta, pero que, como queda dicho, requiere una acreditación más suficiente, desde que no puede reducirse a la mera especulación de la falta de la verdad en los dichos de los declarantes, puesto que se halla en juego la imposición de sanciones de suma gravedad, siempre en el ámbito de una figura punitiva novedosa..."*

*"No se atiende a la circunstancia de que los imputados por la operación de compra y venta de acciones (Auge de Spagui, Patricio Spagui y Francisco Pera), que les eran propias o de terceros por quienes operaron, no se hallaban afectados por la prohibición establecida en la carta de intención, (de negociar sus tenencias accionarias), disposición esta, que resulta claro, sólo estaba dirigida a los negociadores por sus propias tenencias, a los que llama "vendedores", quienes no podían hacer conocer las condiciones a terceros, de lo que cabe colegir que si los accionistas llamados "adicionales" no conocían el dato puntual, no existía dificultad para que negociaran sus tenencias..."*

Posteriormente, refiriere que **"el fallo parte de ciertas presunciones para fundamentar su conclusión de que los imputados violaron la norma legal de reserva y se aprovecharon de tal circunstancia para obtener ventajas en el mercado bursátil, pero dichas presunciones se reducen a una suerte de**



***concatenación de inferencias con apoyo en hechos pasibles de ser interpretados con diverso alcance.”***

Y luego, analizando la conducta de los sancionados afirmó: “no se consideró, que en el lapso cuestionado, no sólo compraron, sino que también vendieron, sin retener los volúmenes accionarios acrecentados, a la espera del cierre de la operación de venta, oportunidad en la que pudieron haber vendido a un valor superior al que vendieron. Ello plantea una posibilidad que debió ser estudiada, frente a la presunción en que se apoya el fallo, por el sentenciador, en tanto fue alegada y probada por los recurrentes.”

Y en referencia a la actuación del “negociador” Montagna, manifestó que “habitualmente actuaba como transmisor de los pedidos de los otros accionistas para operar en la compra y venta de acciones, extremo que no se halla desvirtuado, ni probado lo contrario. Tampoco se probó fehacientemente que fue el transmisor del dato relevante y no respetó el acuerdo, lo que convierte estos hechos en una simple especulación del órgano sancionador, motivo por el cual consideró **que no existía óbice alguno para que continuara aceptando como natural el pedido de ordenar las compras y ventas al agente, siempre guardando el silencio al que se había comprometido.”**

Concluye finalmente el Procurador sintetizando: “no se probó, como se dijo, que el sancionado negociador Gilberto Montagna, haya transmitido la información relevante del precio base y de cierre a los socios parientes o conocidos, que los restantes imputados hayan corroborado tal afirmación, que los mismos se hallaban impedidos de negociar sus acciones por el citado conocimiento, que hayan influido en la operatoria bursátil con su comportamiento en el mercado, ni de ello se haya derivado un perjuicio a los accionistas, a la confiabilidad del mercado o al comprador de las acciones, **conclusiones que si bien no sirven de por sí para exculpar en el marco de una figura de mero peligro**, vale para sumar más dudas sobre el eventual conocimiento del precio, ya que en tal caso, los perjuicios al mercado debieron ocurrir casi indefectiblemente.” ... “Por último corresponde reiterar la loable iniciativa de los Órganos Administrativos de Control, tendiente a asegurar la transparencia del mercado, mediante figuras como la del “insider trading”, requiere un alto grado de prudencia y para ello una **acreditación muy específica y puntual, que asegure inequívocamente que la conducta de los**



***supuestos infractores se ha producido .... lo contrario importa provocar que, figuras abiertas y necesariamente ambiguas, propias de las dirigidas al accionar de actividades como las de participar en un mercado bursátil, permitan sancionar de modo grave a partir de una convicción meramente subjetiva, proveniente de circunstancias dudosas o que ofrecen diversa interpretación”***

Opinó entonces el Sr. Procurador que ante la falta de acreditación fehaciente de que los imputados hayan infringido las normas de la Resolución 221 de la CNV, se debía revocar el fallo de la Cámara de Apelaciones en lo que había sido materia del recurso, declarando la absolución de la acusada por las imputaciones efectuadas y dejando sin efecto la sanción impuesta.

A su turno, la Corte Suprema de Justicia (con disidencia de los Dres. Nazareno y Boggiano), entendió que la Cámara de Apelaciones al remitirse “in totum” al dictamen del Fiscal, no se hizo cargo de los agravios expresados por los sumariados, prima facie, conducentes a resolver, en definitiva, sobre la responsabilidad imputada a los recurrentes por la comisión de la infracción del “insider trading” y que, con respecto al ingeniero Montagna, consideró que habiendo estado en conocimiento de la información -por haber intervenido directamente en la operación- y por haber actuado en el mercado a nombre de un tercero, mientras aquélla no se había hecho pública, pero sin resolver si el sumariado había actuado como comisionista o como simple mensajero, cuestión esta que necesariamente debió ser objeto de un examen previo para llegar a aquella afirmación.

En base principalmente a estos argumentos, se descalificó el fallo apelado con arreglo a la doctrina de la arbitrariedad de las sentencias, pues al no tratar concretamente los agravios de los recurrentes carece de decisiva fundamentación ... sin que ello implique pronunciamiento alguno sobre la solución que, en definitiva, corresponde otorgar a la causa.



## V- SINTESIS:

A poco de comparar las distintas situaciones referidas tanto en la justicia estadounidense como la argentina, se vislumbra claramente la diferencia conceptual que constituye la base de juzgamiento en la configuración de la actuación del "insider"

En el caso Mc. Dermott la sola demostración de existencia de contacto (a través de la vía telefónica) entre el acusado y la "beneficiada" con la realización de operaciones bursátiles en forma simultánea al período en que estos mantenían relación, bastó para presumir que durante esa relación Mc. Dermott reveló información reservada.

Entonces, partiendo de dicha circunstancia (tenida por cierta aún sin haberse probado el contenido de esas conversaciones y tampoco que Mc. Dermott hubiese consentido el uso de esa información en operaciones bursátiles), el Tribunal dictó sentencia condenando al acusado a ocho meses de prisión y al pago de una multa de u\$s 25.000. por entender que el mismo había actuado violando su obligación de reserva.

**Ello por cuanto en el juzgamiento de este tipo de casos los tribunales estadounidenses hacen cada vez más hincapié en que, debido a la dificultad existente para reunir pruebas, (difícilmente se encuentren testigos que hayan presenciado las tratativas del insider) se debe revalorizar la prueba circunstancial que logre reunirse, para, a partir de la misma, tener por presumida y acreditada la conducta reprochable.**

Dicho criterio parece haber sido el que motivó la sanción impuesta por la C.N.V. a los accionistas de "Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.", luego mantenido en la sentencia de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial.

Sin embargo, **pese al cúmulo de circunstancias acreditadas en el único caso existente en nuestros Tribunales (carácter de accionistas miembros del directorio de los involucrados, parentesco de estos con el "negociador" de**



**la venta del paquete mayoritario, contemporaneidad de las operaciones de compra-venta de acciones con las tratativas que realizaba el “negociador”, etc.) el Sr. Procurador General entendió que dichos elementos sólo podían determinar presunciones que no acreditaban fehacientemente la violación de las normas** de la Comisión Nacional de Valores.

Queda como conclusión entonces **la notoria diferencia de interpretación existente entre los funcionarios de nuestro Máximo Tribunal y la Justicia Norteamericana en cuanto a la forma de tratamiento de las pruebas reunidas en el análisis de este tipo de conductas**, que difícilmente ayude a consolidar en nuestro País el respeto a las normativas dictadas en la búsqueda de protección y transparencia de los mercados, lo cual nos motiva a bregar aún más en la profundización del estudio y difusión del desarrollo que en el derecho comparado se realiza en la materia. ♠

**\* El Dr. Fernando Gabriel Falasca es profesor adjunto de Derecho Comercial de la Universidad de Buenos Aires**