

“El valor de la información en las sociedades mercantiles. Confidencialidad y uso de información privilegiada”.

Publicado Diario EL DERECHO, 5 de septiembre de 2014, ISSN 1666-8987, N° 13.561, año LII, ED 259.

Sumario: I. Introducción.- II. El valor de la información en las sociedades cerradas o de familia ¿Un derecho o una carga para el socio?.- 1. La abusiva pretensión de informar e informarse.- III. El valor de la información en los Mercados de Valores: La Transparencia.- 1. El abuso de la información privilegiada. La figura del *insider trading*.- 2. El deber de lealtad de los miembros de la Administración Social.- IV. Valoraciones conclusivas. V. Bibliografía consultada.-

I. Introducción

El derecho a la información y la confidencialidad, en el ámbito de las sociedades mercantiles, encuentra en la actualidad, una notoria tendencia hacia la modernización, que se revela a nivel mundial. En el seno de las sociedades cerradas o de familia, se manifiesta desde un doble punto de vista: como un derecho, y quizás más importante aún, como una carga o una obligación para el socio. En las sociedades abiertas o cotizantes, en cambio, encontramos normativa reciente, impregnada de necesarias disposiciones, que si bien han provocado un importante progreso en el ámbito del Mercado de Capitales; hacen ver en no pocas de sus normas- muy cuestionables por cierto-, que queda mucho camino por transitar. En este último plano, la importancia de la información, se hace evidente, ya que se ponen en juego intereses contrapuestos, e implica a su vez, la necesidad de delimitar hasta dónde llega su uso lícito y donde comienza el límite de lo prohibido.-

II. El valor de la información en las sociedades cerradas o de familia ¿Un derecho o una carga para el socio?

Inicialmente encontramos que el derecho de acceso a la información social de la sociedad, ha sido considerado desde siempre, como tal- un *derecho*; empero modernamente, y frente a los nuevos retos que el derecho societario plantea, cabe ser apreciado atendiendo a sus nuevos desafíos. En este contexto, puede palmariamente apreciarse que para la doctrina mayoritaria, el derecho de información es la garantía que la ley otorga al socio a tener noticia del desenvolvimiento social, mediante la inspección de libros y documentos sociales, y el requerimiento de aclaraciones a los administradores. Se trata por tanto, de un derecho

esencial, inherente a la calidad de socio¹. La información aquí, puede ser provista al socio de manera *espontánea*, mediante el cumplimiento por parte de los órganos de determinadas obligaciones predispuestas por la Ley de Sociedades; o bien mediando *requerimiento* del mismo a los órganos sociales².

El derecho a la información social, ha evolucionado de una situación de negación absoluta, pasando por un sistema de información reticente, al sistema de información amplia, contemplado por la LSC vigente, con los únicos límites del *ejercicio abusivo* y el *secreto empresarial*. De modo que su ejercicio variará según el tipo social de que se trate. En las sociedades de personas, y como principio general en las sociedades mixtas, su ejercicio es efectuado en forma directa por los socios. En las sociedades de capital, en cambio, dado su marcado organicismo diferenciado, las facultades de fiscalización y contralor estarán a cargo de un órgano específico denominado sindicatura o consejo de vigilancia, ante el cual podrán los socios reclamar por información. Pero esto no implica una supresión absoluta del derecho de información de los socios, ya que "*el control a cargo de la sindicatura, se refiere solo al de la legalidad contable, y no invade el control de mérito, esfera política, privativa del electorado social y del consejo de vigilancia*". Por ello, aún en los casos en los que existe un órgano de fiscalización, si bien los socios no pueden examinar directamente los libros y papeles sociales, sí pueden acceder a los datos que ellos contienen, mediante solicitud al órgano de fiscalización respectivo³.

Como puede verse, la revelada importancia de este derecho, hace que el mismo no pueda ser cercenado por los restantes socios o administradores sociales; sin embargo, con frecuencia se advierte, el impedimento u obstaculización del derecho. Así lo han entendido los legisladores argentinos que plasman en 1972, en la Ley de Sociedades Comerciales, N° 19.550, un amplio derecho de información a favor del socio (arts. 55 y cons., de la LSC), que tiene su correlato en la obligación de informar que regulan en cabeza de los órganos de la sociedad (arts. 61 al 67; 73; 77, inc. 4°; 83, inc. 3°, 88, inc. 4°; 162; 167; 204; 246; 249; 263; 271; 273; 294 y 295, de la LSC, entre otros).

Se entiende también, que el derecho a la información encuentra su causa en el contrato plurilateral de organización que dio nacimiento al ente colectivo, y se deduce de modo

¹ ROITMAN, H., "*Ley de Sociedades Comerciales. Comentada y Anotada*", Ed. La Ley, t. I, 2006, p. 763, con cita: AGUINIS, A. M., "*El derecho de información de los accionistas*", RDCO, Año 11, 1978, p. 288, y ZALDIVAR, E., MANOVIL, M. R., y otros, "*Cuadernos de derecho societario*", Machi, Bs. As., 1972, t. I, p. 168.

² ROITMAN, H., "*Ley de Sociedades...*", Ob. Cit., p. 764, con cita: por ejemplo en el caso de las S.A., la obligación de informar sobre la marcha de los negocios una vez al año, en la asamblea ordinaria.

³ ROITMAN, H., "*Ley de Sociedades...*", Ob. Cit., p. 765, con cita: AGUINIS, A. M., Ob. Cit., p. 290.

unitario del art. 1, de la LSC, aunque varíe su regulación- como se indicara anteriormente-, según los tipos sociales⁴.

Sin embargo, y volviendo la vista sobre la concepción doctrinal, y asimismo jurisprudencial, cabe insistir en que la información social, desde siempre ha sido examinada, como un derecho otorgado al accionista. Así, encontramos destacados exponentes -como el caso del maestro Halperín-, para quien, el derecho a la información social, es un *derecho genéricamente irrenunciable* (aunque pueda declinarlo en el caso concreto), que se da en interés propio del accionista y en el interés de la sociedad, como partícipe en los órganos sociales, y en el propio control de la gestión, e incluso en amparo del interés general, por la influencia de la gran sociedad en la economía general, y para la orientación del ahorro en inversiones en esas empresas. El derecho a la información existe desde la constitución (art. 179, de la LSC), hasta la liquidación y partición (arts. 104, 107, 110, de la LSC); y debe ser amplio. Además, esta información debe ser sincera. Y amplia: sobre este principio puede decirse que se centra la polémica contemporánea. Eliminado en nuestro régimen el examen directo de la contabilidad social (art. 55, de la LSC), debe reconocerse el derecho amplio de información, ejercido de buena fe, no abusivo, en amparo de un interés legítimo. Además, el derecho a la información es para conocer la marcha de la sociedad, y es diverso del derecho de control de la gestión social⁵.

*"El obligado a la información- explica Halperín-, es el órgano (directorio, sindicatura, consejo de vigilancia), y es éste, como colegio, el que debe cumplir, aunque en definitiva, el que cumpla materialmente sea uno de sus integrantes"*⁶. Si bien se trata de un análisis valioso y, por tanto, acertado, no resulta suficiente en lo que hace al progreso y a la verdadera esencia de la información social. Ello por cuanto, no puede negarse que estamos frente a un *derecho*, el derecho a informarse del giro social de los negocios; empero al mismo tiempo, estamos frente a una *carga*, la carga de conocer, comprobar, verificar, constatar, que pesa sobre el socio. Y ello no es cosa menor, ya que coloca al socio en la *conducta activa de conocer*, de solicitar para luego verificar, y poder así, calificar convenientemente la marcha de los negocios (mediante la consideración de resultados plasmados en los estados contables de la sociedad).

No obstante lo expuesto, ni el *derecho* a la información, ni el *deber* de información, están reglados en forma expresa ni orgánica en la LSC. Ambos derivan del conjunto de derechos y

⁴ AGUINIS, ANA MARÍA M., "El derecho de información de los accionistas", SUMMA SOCIETARIA, t. III, 2012, p. 3198 y s.s.; íd. RCDO 1978-287.

⁵ HALPERÍN, ISAAC, "Sociedades Anónimas", 2º edición, Ed. Lexis Nexis, Depalma, 1998, p. 407 a 409.

⁶ HALPERÍN, I., Ob. Cit., p. 410.

obligaciones que adquiere el socio al ingresar a la sociedad, o sea del llamado estado de socio o *status socii*. Ese estado, reconoce la vocación del socio de controlar y participar en el funcionamiento de la sociedad, ya sea como integrante de un órgano o como contralor de la gestión que éste realiza. Este derecho, con base en los arts. 329, 340, 355 y 362, del Código de Comercio, propugna una tesis intermedia entre la negación total del derecho de información directa y el derecho irrestricto a examinar los libros, correspondencia, y demás documentos que comprueben el estado de la administración social por parte del socio. Esta tesis admite el derecho de inspección y examen de los accionistas, pero sujeto a limitaciones en razón de la oportunidad y objeto⁷.

Al socio le cabe entonces, no solo hacer uso- de conformidad con lo establecido para cada uno de los tipos sociales-, de su derecho a informarse e indagar todo lo atinente al giro social, los negocios sociales, papeles sociales y la documentación respaldatoria, de los datos volcados a los estados contables de la sociedad; sino que tiene también le compete, la carga de solicitar información, la carga de conocer activamente, cómo se desenvuelven los negocios sociales, por parte de sus administradores. Ello implica decir, que una vez que la información le sea exhibida al socio y puesta a su disposición, deberá éste examinarla y estudiarla convenientemente. *Pesa entonces sobre el socio, la obligación de informarse*. Allí radica la moderna concepción del valor de la información.

En consecuencia, el *derecho* de acceso a la información social, constituye a la vez, una *obligación* para el socio; el socio está *obligado* a informarse, y la sociedad *obligada* a informar. Ello debe conducir a un camino de inevitable modernización del derecho a la información social; por cuanto, este derecho, y a su vez, carga u obligación, desata singulares implicancias en materia societaria, algunas de las cuales, serán analizadas seguidamente.-

1. La abusiva pretensión de informar e informarse

La evolución de la vida en sociedad ha requerido y requiere de una constante y precisa atención por parte del legislador, a fin de ir adaptando las necesidades sociales y jurídicas, que se van presentando. La teoría del *abuso del derecho* surge justamente, frente al ejercicio desviado de los derechos, asunto ha preocupado desde antaño a doctrina y jurisprudencia, suscitando aguda controversia.

Esas controversias, y del mismo modo, el miramiento sobre la teoría del *abuso del derecho*, son el resultado de un extenso proceso, que llega a nuestros días, con completa aceptación;

⁷ GALIMBERTI, M. B., y AUFIERO, A. M., "*Apuntes sobre gobierno corporativo. derecho y deber de información*", Libro: EMBID IRUJO, J. M., y VITOLLO, D. R., "*Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno Corporativo*", Rubinzal Culzoni Editores, 2004, p. 169, con cita: ODRIOZOLA, C., "Anteproyecto de Ley de Sociedades Comerciales", en RDCO, 1968-605.

empero, luego de haber sorteado los intentos iniciales de desafiarla, y aún negarla. En este sentido, Borda afirma: "...la doctrina del abuso del derecho se ha abierto camino en el pensamiento contemporáneo, no sin vencer serias resistencias..."⁸. Tan aceptada se encuentra la teoría que, al presente, goza de plena autonomía.

Para Fernández Sessarego: "...el abuso del derecho representa en la actualidad, un instituto indispensable para la convivencia humana, de suma importancia, para edificar una sociedad, más justa, solidaria y segura"⁹. De esta manera, el abuso del derecho, es un principio general del derecho, centro de la Teoría General del Derecho, acogido como un acto ilícito *sui generis*.

No ha de resultar extraño, entonces, la enorme significación que se le ha dado tanto en nuestro derecho, como en el comparado, y la relevancia que en materia societaria, el *abuso del derecho y del poder* tienen, siendo justamente aquí- entiendo-, preponderantemente manifiesta, en virtud de sus diferenciadas características. Es así que, en materia societaria, el abuso del derecho, encuentra su mayor motivación, en factores de variado temperamento, como lo son, la omisión del deber de lealtad exigido al socio (cuyo basamento se encuentra en la buena fe); la violación a la regla moral; y consecuentemente, en el desabrigo al interés social, aquél que debe prevalecer en todo momento.

Con ello y con todo, si bien es cierto que, este derecho a la información tiene su correlato en una carga- obligación para el socio, no es menos cierto que, la información que hace al derecho del socio accionista, no es toda la que quiera el socio, sino toda la que corresponda, teniendo en cuenta las características del tipo societario y lo que se hubiera determinado en el contrato social (art. 1071, CCiv - arts. 9 y 10, del Nuevo Código Unificado). En tal sentido, cabe hacer notar que el ejercicio abusivo de los derechos se presenta en este especial ámbito de la materia societaria, con inusitada frecuencia, siendo uno de los casos más notorios, la pretensión disvaliosa, y desmesurada de informarse- o ser informado-, más allá de lo que al socio pueda corresponderle.

Tal criterio, que implica juzgar adecuadamente las limitaciones del derecho al acceso al sistema contable y documentación de la sociedad, guarda congruencia con la finalidad de protección de los intereses del socio, y al mismo tiempo, impide que se distorsione el funcionamiento del ente a través de pretensiones que no pueden ejercerse abusivamente. Aunque debe prevalecer una postura amplia sobre esta materia, como los derechos no son absolutos, corresponde en justicia, la admisión de cortapisas basadas en pautas de

⁸ BORDA, GUILLERMO A, "Tratado de derecho civil, Parte general", t. I, Ed, Abeledo Perrot, Bs. As., 1970, p. 40.

⁹ FERNANDEZ SESSAREGO, CARLOS, "El abuso del derecho", Ed. Astrea, 1971, p. 3.

razonabilidad. Facultar al socio para que examine la totalidad de los libros y papeles sociales, además de resultar en la inmensa mayoría de los casos irrelevante, puede constituir un ejercicio abusivo del derecho que aquí se examina, y como tal, no es merecedor de protección alguna: su admisión, debe responder a un criterio de prudente apreciación. Debe buscarse, en definitiva, el equilibrio entre el interés del socio y el de la propia sociedad, tarea a menudo ímproba, pues la reticencia a permitir el acceso a la información encubre con frecuencia conflictos entre distintos grupos de accionistas, de lo que se sigue que el marco del debate desborda los intereses individuales para insertarse en un ámbito de mayor envergadura, y por cierto, de más difícil solución. En esta inteligencia no puede dejar de ponderarse que el mencionado art. 55, de la LSC, no ha previsto una vía particular para conjurar los actos lesivos del ejercicio efectivo del derecho de información. Ello así, se impone evaluar las distintas vías previstas en el ordenamiento jurídico ordenadas a la concreción de ese derecho sustantivo, cuya consagración puede encauzarse por medios diversos, principalmente procesales, aunque resulta también de interés indagar la eventual existencia de previsión expresa en el ordenamiento de las sociedades comerciales aplicable en la materia¹⁰.

En consecuencia, habrá de estarse por la amplitud de otorgar este derecho al accionista, pero siempre teniendo especialmente a la vista que su ejercicio, contrario, disvalioso, antinormativo o antifuncional, no vulnere el interés social, ni entorpezca el normal desenvolvimiento de la gestión social que le cabe a los administradores sociales. Así, se constata la necesidad de contar con normas expresas, que no dejen lugar a interpretaciones diversas, o a prácticas abusivas por parte de los socios, que generen o propaguen colisiones de intereses entre ellos, o con la sociedad; de lo contrario, se atenderán intereses personales de algunos socios que tengan como fin último, obtener propios beneficios dentro de la sociedad, o mejorar la posición que allí ocupen.

En este contexto, cabe mencionar, diversas legislaciones que han precisado el alcance del derecho. La ley española - por ejemplo, art. 65-, prevé expresamente que el presidente de la junta general puede negar los pedidos verbales de informes y aclaraciones durante su celebración, cuando por el uso que pueda dar el accionista de la información recibida, se le dé una publicidad perjudicial para los intereses sociales. Salta a la vista entonces, que puede jugar la discrecionalidad del presidente, para juzgar si está en peligro el interés social. No

¹⁰ BARREIRO, RAFAEL F., "*Vías de protección del derecho de información del socio en las sociedades comerciales*", publicado en www.microjuris.com.ar, 4/10/2007, cita: MJ-DOC-3271-AR | MJD3271.

puede negarse la solicitud cuando esté apoyada por accionistas que representen la cuarta parte del capital social¹¹.

En el derecho alemán - art. 131, de la ley de 1965-, cualquier accionista puede solicitar a la dirección, en el momento de la junta general, información sobre los puntos incluidos en el orden del día. El deber de informar se extiende a las relaciones jurídicas y comerciales existentes entre la sociedad y una empresa coligada. La dirección está obligada a informar sobre temas que no correspondan al orden del día, cuando se trate de datos que hayan facilitado a otro u otros accionistas fuera de la junta general. Además, se fijan en una enumeración que pretende ser exhaustiva, las situaciones en que la dirección puede denegar una información requerida por los accionistas. Digo que pretende ser exhaustiva porque se pone de manifiesto también en la ley alemana, la discrecionalidad con que se puede manejar la dirección, rechazando los pedidos de aclaraciones "*cuando la información pudiera irrogar a la sociedad o a una empresa asociada un perjuicio importante, según el criterio de un ordenado comerciante*" o cuando "*la dirección pudiera ser sancionada si facilita la información*". El derecho continental europeo, por su parte- Alemania, Italia, Francia-, tienen ventajas sobre el nuestro cuando crea un sistema penal societario que complementa el régimen de la responsabilidad civil de los directores, favoreciendo la represión de las conductas indebidas de los administradores. Si bien el accionista tiene en la ley de sociedades argentina, el derecho a impugnar la decisión asamblearia, existe el riesgo de que se hayan producido sus efectos sin la debida participación de los accionistas que han votado desinformados. La necesidad de sancionar penalmente el incumplimiento de conductas debidas por los administradores bajo la forma de delitos formales; en los casos en que la acción de responsabilidad luzca ineficiente o tardía, constituyó una preocupación de la Comisión redactora de 1972, criterio, por otra parte, resistido por los penalistas¹².

Avanzando aún más, ha dicho Gálgano: "*...el socio no puede, con respecto al balance, limitarse a desaprobarlo pura y simplemente, ya que la aprobación del balance, es una decisión necesaria, como que es precisamente el punto de partida para la distribución de las utilidades, y el socio que lo desapruebe por capricho, o sin dar motivo alguno, asumirá una actitud calificable como violación a sus deberes sociales-* lo que hace claramente referencia al deber de lealtad del socio-, *y en particular, de su deber de colaboración, y de tal índole, podrá legitimar su exclusión de la sociedad. Y añade: el socio necesariamente tendrá que dar motivos de su desistimiento; por lo cual, si se discute la veracidad del balance, deberá*

¹¹ AGUINIS, ANA MARÍA M., Ob. Cit., p. 3206.

¹² AGUINIS, ANA MARÍA M., Ob. Cit., p. 3207.

presentar, con documentos en la mano, objeciones concretas y si continúa el desistimiento con los demás socios, deberá impugnar el balance por falsedad ante las autoridades judiciales; en cambio si critica el fondo de las apreciaciones, deberá indicar las razones que lo mueven a ello y propondrá otras apreciaciones. Al acuerdo de todos los socios, se podrá llegar por concesiones recíprocas, introduciendo en el balance, en el curso de la aprobación, las modificaciones necesarias para llegar a la unanimidad de los consentimientos; y si se llega al punto en que es imposible cualquier acuerdo, se deberá llegar a la conclusión de que, por insalvable discordia entre los socios, la sociedad está condenada a su disolución, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 2272, número 2, del Cód. Civil italiano..."¹³. Esta postura ha sido adoptada por nuestros tribunales, lo que resulta valioso y acertado.

Por tanto, el acceso a la información social encuentra claramente su límite en el interés social, entendido éste como el interés de todos los socios, en su calidad de tales. Este *interés social* que no puede resultar vulnerado frente a prácticas abusivas o disvaliosas de algunos socios. A ello, cabría agregar como límite también, el *deber de lealtad* que pesa sobre cada socio, y que encuentra su fundamento en el valor jurídicamente protegido, de la *buena fe*.-

III. El valor de la información en los Mercados de Valores: La Transparencia

Analizando ahora el valor de la información, desde la segunda óptica- las sociedades incluidas el régimen de Oferta Pública de Acciones, siguiendo a Hopt, el primer y más influyente principio del derecho de sociedades a mencionar, es el deber de Información y Transparencia. Normalmente se sitúa su origen en Inglaterra con las reformas de Gladstone de 1844 y 1845. Aunque la misma idea floreció en otros lugares de Europa. Todos conocemos la famosa afirmación de Brandeis, en su obra *Other People's Money*, publicada en 1914: "...*Se dice que la luz del sol puede ser el mejor desinfectante; la luz eléctrica el policía más eficiente...*"¹⁴. Pero el famoso reformador de la compañía ferroviaria prusiana David Hansemann ya ha sabía esto en 1837: "... *Entre los requerimientos por los cuales la dirección de una gran sociedad dividida en participaciones puede mantenerse siendo respetuosa con la ley y eficiente, está en considerar que tiene que estar expuesta al público en cierto grado. éste es el control más efectivo. En ningún Estado, sea cual sea la constitución política que tenga, se puede*

¹³ GALGANO, FRANCESCO., "Derecho Comercial", Vol. II, *Las sociedades*, Ed. Temis, Bogotá, Colombia, 1999, p. 112 (Título original italiano: "Diritto Commerciale. L'imprenditore", Terza edizione, 1989, Bologna, Italia, Trad. del italiano de Jorge Guerrero).

¹⁴ HOPT, KLAUS, J., "Estudios del derecho de sociedades y del mercado de valores", Ed. Marcial Pons, Madrid, 2010, p. 272, con cita: BRANDEIS, "Other People's Money and how the Bankers Use it", New York, 1914, p. 92.

encontrar una razón en los últimos tiempos que justifique no permitir este tipo de control..."¹⁵.

El principio de Transparencia se traduce en una serie de axiomas comunes a casi todos los Mercados de Capitales en el mundo que definen y caracterizan al derecho del Mercado de Valores como un derecho esencialmente informativo, con el objeto de posibilitar una decisión informada al inversor y protegerlo de los potenciales abusos de los vendedores de valores en el mercado y del problema de la "asimetría de información", que caracteriza al mercado financiero. Estos axiomas que caracterizan a los deberes informativos en sede del Mercado de Valores, son: 1) transmitir al mercado toda información relevante para el inversor; 2) que la información que se transmite sea correcta, cierta y veraz, en todos sus aspectos; 3) que se transmita en forma simétrica y equitativa, evitando el uso de información no pública y/o la obtención de beneficios privados por parte de los accionistas de control y la gerencia; y 4) que la información se transmita en tiempo útil¹⁶.

En concreto, se piensa que la Transparencia impuesta en forma obligatoria o imperativa es necesaria, primero, por el irremediable problema de agencia en las sociedades abiertas; segundo porque las sociedades tienden a informar demasiado poco, o bien, ocultan las malas noticias; tercero, porque existe una divergencia insalvable entre los beneficios privados para la sociedad y los beneficios sociales que se derivan de la Transparencia, y por último, la información es más valiosa y útil para el inversor cuando su presentación se encuentra estandarizada sistematizada y organizada de forma tal que facilite el análisis comparativo de los valores. Este rol de informar los precios de los valores en el Mercado de Capitales, y por lo tanto, servir como una justificación para que rijan los postulados de la eficiencia de los Mercados de Capitales, es la que se ha denominado como la función de formación de precio (*pricing function*), de la regulación clásica del Mercado de Valores, que desde las Leyes de Títulos Valores de 1933, están en vigencia en EE.UU, y que el resto del mundo ha adoptado como modelo normativo. Los escándalos corporativos como Enron y WordCom sugieren fuertemente, que la visión convencional sigue siendo adecuada¹⁷.

Pese a ello, el deber de Transparencia como herramienta legislativa, sólo se introdujo posteriormente en el Derecho de sociedades y del mercado financiero europeo, por medio de la reglamentación americana de activos financieros que, como sabemos, es en cierto grado derecho de sociedades federal. Sin embargo, el derecho europeo confiaba y sigue confiando

¹⁵ HOPT, KLAUS, J., "Estudios...", Ob. Cit., p. 272, con cita: HANSEMANN, "Die Eisenbahnen und deren Aktionare in ihrem Verhältnis zum Staat", Leipzig, 1837, p. 109.

¹⁶ VILLEGAS, M., "Transparencia y gobierno corporativo", Libro Mercado de capitales, de CABANELLAS DE LAS CUEVAS G., Ed. Heliasta, 2009, p. 591/2.

¹⁷ VILLEGAS, M., Ob. Cit., p. 598.

más, en la regulación sustantiva. Sólo recientemente, la regulación a través del deber de información se ha vuelto más incipiente. Se trata de una Transparencia obligatoria. De hecho hay datos económicos mixtos sobre cómo reacciona el mercado ante la información recomendada por los Códigos de gobierno Corporativo¹⁸.

En nuestro derecho, el régimen legal vinculado a estos deberes ha sido modificado en forma sustancial a partir del año 2000, con la adopción internacionales para la preparación de prospectos, y en el año 2001 con la sanción del decreto ley 677/01 de Transparencia de la Oferta Pública, y más recientemente, con la Resolución General de la CNV N° 516, de 2007, y 529, de 2008, que adopta el denominado "Código de Gobierno Societario" y establece la obligación de ciertos participantes en la oferta pública, de adoptar un "Código de protección del inversor"¹⁹.

Cabe destacar sin embargo, que el decreto de Transparencia de la Oferta Pública señalado, actualmente se encuentra derogado por la Nueva Ley de Mercado de Capitales, N° 26.381, del año 2012, que reproduce casi de modo idéntico, las normas contenidas en aquél cuerpo normativo. Asimismo, y con relación a los Código de buen gobierno y de protección del inversor que pretendieron adoptarse en nuestro país, puede enfatizarse sosteniendo que sigue siendo una materia pendiente la tarea de construir un adecuado gobierno corporativo en Argentina, donde si bien se ha avanzado bastante en lo que a la Transparencia de los mercados y otros aspectos hace, queda aún mucho camino por recorrer, sobre todo en lo atinente a establecer reglas claras para los inversores, en un marco de competitividad, y eficiencia; independencias suficiente de los miembros de la administración social; y una ponderada y nunca excesiva, intervención estatal en la actividad de las empresas en los Mercados de Valores.

No debe olvidarse además, que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (*OCDE*), organización de cooperación internacional, compuesta por treinta y cuatro países, fundada en 1960, con sede en París, establece como principio el de Divulgación de datos y Transparencia informativa: *“El marco del gobierno de las sociedades debe asegurar que se presenta la información de manera precisa y de modo regular acerca de todas las cuestiones materiales referentes a la sociedad, incluidos los resultados, la situación financiera, la propiedad y el gobierno de la sociedad”*, siendo Argentina, miembro observador de las normas de la Organización.-

¹⁸ HOPT, KLAUS, J., *“Estudios...”*, Ob. Cit., p. 273.

¹⁹ VILLEGAS, M., Ob. Cit., p. 605.

1. El abuso de la información privilegiada. La figura del *insider trading*:

Al contrario de lo que ocurre en otros mercados, en los de valores no existe un bien material, físico, observable, por lo cual la valoración de los títulos que en ellos circulan depende, en gran medida, de la información que se tenga sobre ellos. Los valores, de este modo, tienen una cotización que dependerá de las estimaciones efectuadas por los participantes en el mercado sobre la situación actual de la sociedad emisora y sobre sus perspectivas de negocio futuras. Y para realizar esas estimaciones, sin duda, la información es, más que *importante, necesaria e insustituible*. Ello por cuanto, el inversor actual ya no considera estos mercados como lugares donde practicar el azar, sino que hasta los particulares con inversiones pequeñas, tienden a intentar buscar un análisis racional de sus diversas potenciales inversiones²⁰.

Para valorar la factibilidad de la inversión existen variados métodos; sin embargo, lo único que demuestra la existencia de diferentes métodos de predicción de los precios futuros, es la importancia de la información en estos mercados. Y la importancia de la información, implica a su vez, la necesidad de delimitar hasta dónde llega su uso lícito y donde comienza el límite de lo prohibido²¹.

Con ello, ingresamos de lleno dentro del concepto de *información privilegiada*. Respecto de características que debe poseer la información para que sea calificada de privilegiada, y poder ser por tanto objeto de una conducta inapropiada respecto de la misma, se pueden citar cuatro, partiendo de las distintas normativas que la han definido. Con ello, la información, para ser privilegiada, debe ser: 1) *Concreta*: quedan excluidos los simples rumores, hipótesis, suposiciones, estimaciones realizadas con datos públicos, la información demasiado genérica y supuestos similares. Para algunos autores, la concreción se refiere a la exigencia de que la información se refiera a emisores o valores mobiliarios concretos y no al Mercado de Valores en general. 2) *Relación directa o indirecta con uno o varios emisores de instrumentos financieros o con uno o varios instrumentos financieros*: esta es la nueva redacción que ofrece entre otras, la Directiva 2003/6/Comunidad Europea (CE). Con la inclusión de instrumentos financieros se puede considerar como privilegiada la información referida a tipos de interés o cualquier otra variable macroeconómica, o incluso al mercado en general, pues éste está compuesto, en definitiva, de varios- muchos- instrumentos financieros. 3) *No pública*: este es un punto en los cuales surgen problemas ya que la doctrina no es pacífica a la hora de determinar cuándo se entiende que la información pierde su carácter reservado y se convierte

²⁰ MONROY ANTÓN, A, J., "El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores", Ed. Dijusa, 2006, Madrid, p. 55 y 57.

²¹ MONROY ANTÓN, A, J., Ob. Cit., p. 58.

en pública, mostrándose incluso algunos autores partidarios de esperar un cierto tiempo desde la publicación de la noticia para que se pueda usar dicha información en forma lícita. La Directiva 2003/6/CE introdujo la expresión “*que no se haya hecho pública*”, lo que parece apropiado. 4) *Influencia apreciable en la marcha de los valores en cuestión*: la Directiva señalada, no exige que la noticia varíe de hecho el curso de los valores, sino tan sólo la posibilidad de hacerlo, eso sí, de forma apreciable²².

Las disposiciones sobre información privilegiada tienen, por lo general dos funciones. Por un lado, sirven para proteger al inversor en Bolsa y en el Mercado de Capitales (*protección individual*), y de otro, de modo general, protegen la buena reputación y función de las Bolsas y del Mercado de Capitales, y con ello, en última instancia, a la economía (*protección de las funciones*). La *protección individual* y la *funcional* son en teoría separables, pero en la práctica las medidas repercuten tanto sobre una como sobre la otra. Son dos caras de la misma moneda. Los conflictos de objetivos entre la protección individual y la funcional son teóricamente posibles, aunque no juegan ningún papel en el derecho sobre información privilegiada. Por ejemplo, para el legislador de la Ley del Mercado de Valores de Alemania, - WpHG-, en primer plano estaba la protección de las funciones del mercado financiero de ese país, sin que por ello se haya negado, no obstante, la protección individual. Ello se corresponde con el desarrollo de otras legislaciones europeas, como es el caso del derecho sobre el abuso de información privilegiada en Suiza. A la WpHG y de este modo a sus normas, no se le puede negar *a priori* el carácter de protección individual. Asimismo, la información privilegiada (según la versión antigua de la WpHG- Hechos con abuso de información privilegiada), es una información específica sobre circunstancias no públicas referente a uno o a varios emisores de valores con información privilegiada o a los propios valores, la cual, en caso de hacerse pública, es susceptible o idónea para influir significativamente sobre el valor de cotización de valores a los que se refiere. En cuanto a la prohibición de efectuar negocios de adquisición o venta de valores con información privilegiada, utilizando información privilegiada, puede decirse que están prohibidos los negocios de adquisición y venta de valores con información privilegiada, utilizando información privilegiada²³.

Desde un punto de vista etimológico, en inglés de EE.UU. (en el Reino Unido es *insider dealing*), *insider trading* describe la conducta abusiva de personas que se encuentran en el interior (*insider*) de una organización, y por el lugar que ocupa, obtienen una información

²² MONROY ANTÓN, A. J., Ob. Cit., p. 61 a 64.

²³ HOPT, KLAUS, J., “*Estudios...*”, Ob. Cit., p. 463 y s.s.

relevante para el precio de las acciones de la sociedad que usarán en operaciones comerciales (*trading*) para obtener un beneficio personal o evitar una pérdida cierta o potencial²⁴. La figura del *insider trading* tiene un amplio y profuso desarrollo tanto en materia normativa como jurisprudencial en los Estados Unidos. Allí, ha sido establecida en la *Securities Exchange Act* de 1934, más recientemente, en la *Insider Trading Sanction Act* del año 1984 y en la *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del año 1988. Algunos autores consideran que, sólo razones de orden ético justifican la figura, pudiendo encontrar argumentos a favor y en contra, de su prohibición y del uso de la información privilegiada, según se verá más adelante.

Se considera *insider* a los miembros del Consejo de Administración, Directores, empleados y profesionales o sociedades que prestan servicios de consultoría, auditoría, etc. a una empresa, o los funcionarios públicos que autorizan las operaciones bursátiles. Esta descripción no abarca a las personas a las que, siendo extrañas o externas a la organización, les llega la información por otros caminos (v.g. a través de los *insiders*, o las inducen de ciertas transacciones), y la usan también en beneficio propio. Por esta razón, el término francés *initié*, iniciado, que abarca un mayor número de personas, ha sido utilizado por el derecho comunitario cuando legisla sobre esta cuestión en lugar del anglosajón *imider*. Las legislaciones sancionan esta conducta cuando tiene lugar en la Bolsa; nosotros, teniendo en cuenta el punto de vista legal, consideraremos una perspectiva más amplia. Usamos habitualmente el término *insider*, pues aunque pueda parecer equivalente al *initié*, este último comporta siempre un carácter negativo. En los años más recientes, a través del Análisis Económico del Derecho, se ha difundido que por *insider trading* debe entenderse cualquier negocio en el que la información que disponen las partes es asimétrica, de modo que una está mejor informada que la otra. Sin embargo, como en la mayoría de las transacciones la información es asimétrica, conviene estudiar el *insider trading* en su naturaleza más habitual, y conforme a la noción clásica²⁵.

En ese sentido, el *Insider* (persona con acceso a la información privilegiada), utiliza dicha información privilegiada por cuenta propia o ajena, en conocimiento de que dicha información, y por ende ésta, influye en su actuación. Como regla general, esta persona intentará obtener una ventaja económica para sí mismo o para otros mediante este conocimiento ventajoso que posee. La Ley alemana, lo sanciona no solamente cuando

²⁴ MOREDA DE LECEA, C., "El abuso de información privilegiada (*insider training*): una perspectiva ética", Servicio de Publicaciones de la Universidad de Navarra, Scripta Theológica, N° 28, 1996, España, p. 121.

²⁵ MOREDA DE LECEA, C., Ob. Cit. p. 122, con cita: Directiva 89/592 CEE, 12.x U989. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, Ley 334/30.

adquiera o transmita un valor con información privilegiada (§ 38, ap. 1, WpHG), sino incluso en el supuesto de que se trate de un mero intento (§ 38, ap. 3, WpHG), siempre y cuando actúe de forma dolosa o imprudente (§ 38, ap. 3, WpHG). En estos supuestos se considera que la persona en cuestión actúa como un *insider*²⁶.

Las *operaciones con información privilegiada*, son la compra y venta de valores, en sentido amplio realizadas por un miembro del consejo de administración (entre nosotros "Directorio", órgano de administración social), del consejo de vigilancia o una persona similar con acceso a información privilegiada de la sociedad y sus valores, todo ello, abusando de dicha información. La explotación preliminar de tal información privilegiada ante la Bolsa y ante los inversores públicos, es considerada ilícita actualmente en casi todos los ordenamientos jurídicos modernos. El nivel de *ilicitud* de tales negocios radicaría en que, el propietario de la información privilegiada aventajaría, desde un inicio, a los inversores que no han sido suficientemente informados siendo, en cualquier caso, una lesión a la igualdad de oportunidades. Nuevos puntos de vista señalan, con razón, que tales negocios con información privilegiada, son perjudiciales para la Bolsa y el Mercado de Capitales. Asimismo, señalan que dicha persona actúa *abusando* del acceso que tiene a esa información por su condición en la sociedad. Todo ello se considera una actuación desleal o ilícita²⁷.

La problemática legal de los negocios con información privilegiada, incluyendo la publicidad *ad hoc*, es más significativa para las entidades de crédito que para las entidades no crediticias. Sobre todo porque dichos negocios se realizan normalmente contando con una participación bancaria. En estos casos, las entidades citadas corren el peligro de conflictuar las normas sobre información privilegiada. Adicionalmente, aparecen problemas especialmente complejos referentes a una información privilegiada en operaciones tales como las fusiones y adquisiciones, ofertas públicas de adquisición (OPA), y el seguimiento del curso bursátil, entre otros, en las que normalmente interviene las entidades de crédito²⁸.

La utilización indebida de información privilegiada por parte de quienes operan en los Mercados de Valores, es un problema que se ha planteado en tiempos recientes. La primera expresión legislativa en el derecho comparado, la encontramos por ejemplo, en el derecho europeo, en España en el año 1984; no obstante haber tenido completa regulación jurídica del

²⁶ HOPT, KLAUS, J., "Estudios...", Ob. Cit., p. 489.

²⁷ HOPT, KLAUS, J., "Estudios...", Ob. Cit., p. 460, con cita: HOPT y WYMEERSCH, "European Insider Dealing", HOPT y WILL, "Europaisches Insiderrecht"; La Teoría de la obligación de fidelidad (*Fiduciary Duty Theory*); La Teoría de adquisición o malversación de fondos (*Misappropriation Theory*). También US Supreme Court, 25 de junio de 1997, "U.S. vs. O'Hagan", 117 s.s, ct., 2199; respecto a ello LANGE, *WM*, XCVIII, 525, LENENBACH y LOHRMANN, *RIW*, XCVIII, 115.

²⁸ HOPT, KLAUS, J., "Estudios...", Ob. Cit., p. 461.

mismo en 1988, y perfeccionada en los años 1991 y 1994, por impulso de la Directiva comunitaria 89/592/CEE²⁹.

El primer Parlamento de la Democracia española, a la vez que elaboraba la Constitución, creó una “Comisión para el estudio del Mercado de Valores” que dio a luz en 1978 un informe conocido como “*Informe Sardá*”, en el que se analizaban los problemas y carencias del Mercado de Valores en España y las necesidades de reforma en orden, sobre todo, al proceso de liberalización económica y de integración en la Comunidad Europea. Desde entonces se ha producido una reforma legislativa sistemática de toda las instituciones económicas en la que destacan la Ley de coeficientes de caja de los intermediarios financieros (1983) la de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros (1985), el Decreto legislativo de adaptación del Derecho interno al de las Comunidades Europeas (1985), así como, por último, la Ley de disciplina e intervención las entidades de crédito (1988) y la Ley de regulación del Mercado de Valores (1988), que se elaboran y en entran en vigor al mismo tiempo. En 1994 se modificaron todas estas leyes, por la Ley 3/1994, de 14 de abril, para adaptarlas a la segunda Directiva europea sobre coordinación bancaria. Dentro de esta obra legislativa, la primera disposición relativa al abuso de información privilegiada se adoptó en el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, regulador de las ofertar públicas de adquisición de valores mobiliarios en cuyo artículo 12 estableció el deber de guardar secreto para todas las personas que tuvieran conocimiento de la preparación de una oferta pública, hasta el momento de la difusión oficial de la misma, a lo que se acompañaba el deber de abstención de realizar operaciones de forma distinta a la acordada de los miembros del Consejo de Administración, Directores de las sociedades promotoras o afectadas y de cualquier otra persona, “*en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de una oferta*”. Lo más singular de esta disposición era, sin embargo, que no preveía sanción alguna para las infracciones de los deberes impuestos³⁰.

En Argentina, la figura del *insider trading* se incorporó a nuestra legislación a través de las Resoluciones Generales 190, del 26 de noviembre de 1991, y su modificatoria 227 del 26 de enero de 1993, de la Comisión Nacional de Valores (CNV). La 227/93 establece que la 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

²⁹ ARROYO ZAPATERO, L., “*El abuso de información privilegiada en el derecho español*”, Publicaciones del Instituto de Derecho Penal Europeo e Internacional Real Casa de la Misericordia, Madrid, España, 1995, p. 3.

³⁰ ARROYO ZAPATERO, L., Ob. Cit., p. 4.

colocación de títulos valores o en curso de su negociación en los mercados, deberá ser guardada con estricta reserva.

Asimismo, la figura del *insider trading* en la Argentina, se ha revelado con notable trascendencia, a través del fallo de la Corte del año 2007, en el caso “*Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.*”, que impuso una sanción fundada en normas reglamentarias de la CNV (art. 21 R.G. 227), las que- al mismo tiempo-, estaban basadas en una habilitación legal genérica. El Máximo Tribunal confirmando la resolución de la CNV, entendió que la conducta reprochable fue justamente “*operar valiéndose de información privilegiada*”.

Así entonces, el señalado decreto 677/2001, de Transparencia de la Oferta Pública - insisto-, hoy derogado por la Nueva Ley de Mercado de Capitales, N° 26.831, vino a llenar el vacío legal que existía. El decreto inició el camino de regulación prohibiendo al *insider trading*, la manipulación y abuso del mercado y cualquier otro acto fraudulento que pueda resultar en la distorsión del precio de los valores negociables. También se regulan defectos de información que genera responsabilidad por información defectuosa en el prospecto de la compañía. Todos esos aspectos, han sido reproducidos en el nuevo marco normativo señalado, en sus arts. 2 y 117, prohibiendo no intervenir u ofrecer oferta pública, sin estar autorizado. Por su parte, el art. 118, de la LMC, dispone la acción de recupero.-

2. El deber de lealtad de los miembros de la administración social

Nuevamente se presenta aquí, como es de esperar, la necesidad de atender a la realización del deber de lealtad, cuyo basamento - reitero-, se encuentra, en el principio de la buena fe. Allí, su singular relevancia.

Los deberes de lealtad de los miembros de los órganos sociales, son los más ampliamente desarrollados dentro del Derecho privado. Se trata para Hopt³¹, del *deber orgánico de fidelidad* de los administradores de sociedades de capital, particularmente el de los miembros del Órgano de Dirección y del Consejo de Vigilancia en la sociedad anónima. La Sala II del BGH habla expresamente de la diligencia, “*que un ordenado hombre de negocios en puesto directivo de responsabilidad tiene que tener para con la protección autónoma de los intereses financieros ajenos*”. A este respecto, los deberes de lealtad están registrados en Alemania- el último en el Código Alemán de Gobierno Corporativo-, y en otros ordenamientos jurídicos como los de Estados Unidos, Inglaterra, Francia, Suiza. Tal y como ya en 1986 constata la obra cabecera de Robert CLARK, anterior al amplio movimiento *law and economics*, el deber

³¹ HOPT, K. J., “*Estudios...*”, Ob. Cit., p. 156/7, con citas: FLEISCHER, WM (2003); BGH 129, 30, 34, para la Sociedad Limitada; en detalle por HOPT, *Grosskomm, z. AktG* (4ª ed., 1999), § 93, marg. 12, 144 s.s.; Código Alemán de Gobierno Corporativo (*Deutscher Corporate Governance Kodex*), en la versión de 21 de mayo de 2003; CLARK, R., “*Corporate Law*”, (Aspen Law & Business, 1986), p. 151.

de lealtad (*Fiduciary duty of loyalty*), protege no sólo a los accionistas, sino a una competencia no falseada y a un mercado en funcionamiento.

Este deber se hace más ostensible quizás, cuando se presenta un caso de aprovechamiento de secretos comerciales e informaciones internas. Se trata aquí de conflictos estándar que cuentan, en parte, con una especial regulación legal en ordenamientos comparados, para los miembros del órgano de Dirección y Consejo de Vigilancia, como ocurre por ejemplo con el § 93, párr. 1º, frase 2, AktG, y en el § 14, WpHG³², relativas a las informaciones internas. La prohibición del aprovechamiento de secretos comerciales es un caso de perjuicio grave de secretos profesionales y comerciales que vale para todo agente. La prohibición de circulación de información privilegiada, tal y como cuestiona el § 12 y s.s. WpHG, todavía está limitada al negocio bursátil, pero ya tiene un mayor alcance, por ejemplo para auditores de cuentas, y en parte también, para institutos de crédito.

En este contexto, es menester destacar que, la tendencia actual de modernización del derecho a la información, en el ámbito de las sociedades abiertas o cotizantes, donde quizás, el progreso se presenta con mayor intensidad; empero donde, a la par, encontramos mayores dificultades, precisamente, por tratarse de normativa reciente y cuestionada.

Es así que en el marco de la nueva Ley de Mercado de Capitales, y asimismo, en la Ley de Sociedades Comerciales, encontramos disposiciones diversas que, otorgan singular relevancia al señalado *deber de lealtad*, contenido en los arts. 2 y 117, de la LMC, y arts. 59 y 274, de la LSC, respectivamente.-

IV. Valoraciones conclusivas

A modo de valoración conclusiva, conviene resaltar la tendencia actual de modernización del derecho a la información, no sólo en el ámbito de las sociedades cerradas o de familia, en las que no se agota en un derecho, por constituir a la vez, una *carga* para el socio; sino también en las sociedades abiertas o cotizantes, donde quizás, el progreso se presenta con mayor intensidad, empero donde a la par, encontramos mayores dificultades, precisamente, por tratarse de normativa reciente y cuestionada.

Es allí donde, se advierte la necesidad de otorgar especial prevalencia al principio de Transparencia, debiendo evitarse, cualquier práctica abusiva, que tenga por objeto dañar la confianza del inversor, o simplemente atender a intereses personales del *insiders trading*. Esa confianza presupone el *deber de lealtad*, concebido en el caso de los *insiders* a la sociedad y

³² HOPT, K, J., “*Estudios...*”, Ob. Cit., p. 162, con citas: ASSMANN y CRAMER, en ASSMANN y SCHNEIDER, Komm z, WpHG (3º ED., 2003)

sus accionistas, y encuentra sustento, no solo en los arts. 59 y 274, de la LSC, sino también en los arts. 2 y 117, de la LMC.

No obstante ello, y para así concluir, es necesario resaltar que la indicada modernización ha de suponer, no solamente la delimitación de hasta dónde llega su uso lícito y donde comienza el límite de lo prohibido, en materia de Transparencia y confidencialidad, sino también, propender a garantizar el correcto funcionamiento del Mercado de Valores, como parte esencial del sistema financiero, con miras a lograr la señalada Transparencia e igualdad de oportunidades de inversión; sin embargo, ello no debe constituir un simple anhelo, sino que requiere de fuertes y decididos impulsos institucionales.

La información entonces, es importante, necesaria e insustituible, y debe dotar a los mercados del valor confianza, facilitando a inversores, un análisis racional de sus potenciales adquisiciones.-

V. Bibliografía consultada

1. AGUINIS, ANA MARÍA M., "*El derecho de información de los accionistas*", SUMMA SOCIETARIA, t. III, 2012, p. 3198 y s.s.; íd. RCDO 1978-287;
2. ARROYO ZAPATERO, L., "*El abuso de información privilegiada en el derecho español*", Publicaciones del Instituto de Derecho Penal Europeo e Internacional Real Casa de la Misericordia, Madrid, España, 1995;
3. BARREIRO, RAFAEL F., "*Vías de protección del derecho de información del socio en las sociedades comerciales*", publicado en www.microjuris.com.ar, 4/10/2007, cita: MJ-DOC-3271-AR | MJD3271;
4. BORDA, GUILLERMO A, "*Tratado de derecho civil, Parte general*", t. I, Ed. Abeledo Perrot, Bs. As., 1970, p. 40;
5. FERNANDEZ SESSAREGO, CARLOS, "*El abuso del derecho*", Ed. Astrea, 1971, p. 3;
6. GALGANO, FRANCESCO, "*Derecho Comercial*", Vol. II, *Las sociedades*, Ed. Temis, Bogotá, Colombia, 1999, p. 112 (Título original italiano: "*Dirritto Commerciale. L'imprenditore*", Terza edizione, 1989, Bologna, Italia, Trad. del italiano de Jorge Guerrero);
7. GALIMBERTI, M, B., y AUFIERO, A, M., "*Apuntes sobre gobierno corporativo. derecho y deber de información*", Libro: EMBID IRUJO, J, M., y VITOLO, D, R., "*Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno Corporativo*", Rubinzal Culzoni Editores, 2004, p. 169, con cita: ODRIOZOLA, C., "*Anteproyecto de Ley de Sociedades Comerciales*", en RDCO, 1968-605;

8. HALPERÍN, ISAAC, "*Sociedades Anónimas*", 2º edición, Ed. Lexis Nexis, Depalma, 1998, p. 407 a 410;
9. HOPT, KLAUS, J., "*Estudios del derecho de sociedades y del mercado de valores*", Ed. Marcial Pons, Madrid, 2010;
10. MONROY ANTÓN, A, J., "*El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*", Ed. Dijusa, 2006, Madrid;
11. MOREDA DE LECEA, C., "*El abuso de información privilegiada (insider training): una perspectiva ética*", Servicio de Publicaciones de la Universidad de Navarra, Scripta Theológica, N° 28, 1996, España;
12. ROITMAN, H., "*Ley de Sociedades Comerciales. Comentada y Anotada*", Ed. La Ley, t. I, 2006;
13. VILLEGAS, M., "*Transparencia y gobierno corporativo*", Libro Mercado de Capitales, de CABANELLAS DE LAS CUEVAS G., Ed. Heliasta, 2009, p. 591 y s.s.-