

**JAVIER MIGUEL MIRANDE**

**RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS  
DIRECTORES DE SOCIEDAD ANÓNIMAS EN  
EL MERCADO DE CAPITALES**

**LA RESPONSABILIDAD POR LA INFORMACIÓN  
BRINDADA AL MERCADO**

Tesis doctoral presentada en la  
Facultad de Derecho de la Universidad Austral  
para optar al título de Doctor en Derecho

**Director de tesis: Prof. Dr. Juan Pablo Orquera**



**UNIVERSIDAD  
AUSTRAL**  
FACULTAD DE DERECHO

Rosario, 2022

# ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTOS.....	29
INTRODUCCIÓN.....	30
PRIMERA PARTE	
EL DIRECTORIO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA.....	34
CAPÍTULO I	
El directorio de la sociedad anónima en el sistema continental:	
El caso de Francia.....	35
1.- Régimen legal.....	35
(A) La estructura monista.....	35
(i) El consejo de administración.....	35
(ii) Facultades.....	37
(iii) Funcionamiento.....	39
(iv) Remuneración. Informes.....	40
(v) El presidente del consejo de administración.	

El director general. El director general delegado.....	42
(B) La estructura dualista. El consejo de vigilancia y el directorio.....	44
(C) Los comités especializados.....	50
(D) Los Informes Vienot I, Vienot II y Bouton.....	52
2.- Conclusiones.....	55
CAPÍTULO II	
El órgano de administración de las sociedades anónimas	
en los Estados Unidos.....	
	60
1.- Origen y evolución.....	60
(A) Los inicios y el siglo XIX.....	60
(B) Los administradores. Sus inicios.....	68
(C) La limitación de responsabilidad de los socios.....	69
(D) Del siglo XX a nuestros días. Las sociedades cotizadas.....	70
(i) La responsabilidad de los administradores.	
La doctrina del <i>ultra vires</i> .....	75

(ii) La regulación federal.....	77
(iii) El predominio del <i>management</i> .....	80
(iv) Los inversores institucionales.....	83
(v) La cuestión social y las empresas.....	96
(vi) La década de 1990.....	99
(vii) Los años 2000. El caso Enron y otros.....	102
(viii) La ley Sarbanes-Oxley.....	105
(ix) La crisis de 2007-2008.....	108
(x) La ley Dodd-Frank.....	111
(xi) El resurgimiento de los <i>stakeholders</i> .....	113
2.- El régimen societario actual en los Estados Unidos.....	114
(A) Características del sistema societario en los Estados Unidos.....	115
(B) Representación de la sociedad. Funcionarios.....	119

(C) Funcionamiento del directorio.....	124
(D) Los comités del directorio.....	127
(i) El Comité de Auditoría.....	128
(ii) Comité de Remuneraciones.....	130
(iii) El comité de nominaciones y gobierno corporativo.....	131
(iv) Otros comités.....	133
(E) Renuncia y remoción de los directores. Vacantes.....	133
3.- Conclusiones.....	135

### CAPÍTULO III

La sociedad anónima en la Argentina.....	137
1.- Régimen legal. El directorio en la sociedad anónima.....	137
(A) Naturaleza. Definición.....	137
(B) Características.....	139

(C) Carácter personal del cargo.....	141
(D) Prohibiciones e incompatibilidades.....	142
(E) Funciones.....	145
(F) Conformación.....	149
(G) Reelección. Revocabilidad. Domicilio.....	150
(H) Duración en el cargo.....	151
(I) Reemplazo.....	154
(J) Renuncia.....	156
(K) Funcionamiento.....	160
(L) Remuneración.....	166
(M) Comité de auditoría.....	167
2.- Conclusiones.....	168
SEGUNDA PARTE	
LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES.....	171

## CAPÍTULO I

Introducción.....172

1.- Los mercados de capitales.....172

2.- Características de los mercados financieros actuales.....173

## CAPÍTULO II

Los mercados de capitales en Francia.....176

1.- Las autoridades de regulación a nivel nacional.....176

2.- Las autoridades de regulación a nivel europeo.....181

3.- Los mercados.....182

(A) Los mercados reglamentados.....186

(B) Los sistemas multilaterales de negociación.....187

(C) Los sistemas organizados de negociación.....190

(D) Los sistemas internos de negociación.....190

4.- Las cámaras compensadoras.....191

(A) Garantía de las operaciones.....	195
(B) El sistema de liquidación de operaciones.....	197
5.- Los prestadores de servicios financieros.....	199
(A) Obligaciones.....	202
(i) Obligaciones derivadas de la condición de prestador de servicios de inversión.....	202
(ii) Obligaciones emergentes de la relación con el cliente.....	208
6.- Otros intermediarios financieros.....	213
7.- Las agencias de calificación de riesgo.....	214
8.- Las emisoras.....	215
(A) Obligaciones derivadas del estatus de sociedad con títulos admitidos a negociación.....	216
(i) Obligaciones de información.....	216
(ii) Deberes de transparencia.....	218



(iii) Deber de los directores de informar tenencias y operaciones.....	220
(iv) Deberes en el caso de títulos admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación organizado.....	220
(B) Los deberes emergentes de la oferta de títulos al público.....	221
9.- Las operaciones de mercado.....	226
10.- Conclusiones.....	228
CAPÍTULO III	
El mercado de capitales en los Estados Unidos.....	230
1.- Introducción.....	230
2.- La normativa sobre mercados de capitales.....	232
3.- La autoridad de supervisión.....	234
(A) Funciones normativas.....	237
(B) Funciones de supervisión.....	238
(C) Funciones investigativas y de juzgamiento.....	238

4.- Objeto de la regulación legal.....	239
(A) Los valores.....	239
(B) El caso de los instrumentos derivados.....	243
(C) Las criptomonedas.....	244
5.- Los mercados.....	245
(A) Mercados registrados ( <i>Registered Exchanges</i> ).....	245
(B) Los sistemas alternativos de negociación.....	248
(C) Manejo interno de órdenes.....	249
(D) Mercados con menor regulación ( <i>over the counter markets</i> u OTC).....	249
6.- Las agencias de compensación y custodia de títulos.....	250
7.- Agencias calificadoras de riesgo.....	253
8.- Los agentes y negociadores en los mercados.....	254
(A) En general.....	254

(B) Régimen federal vs. Régimen de los estados.....	258
(C) Hacedores de mercado en el NASDAQ y los mercados OTC.....	259
(D) Los especialistas y hacedores de mercado en las bolsas de valores.....	260
(E) Transacciones en y fuera del recinto.....	261
(F) Especialistas y hacedores de mercado designados.....	262
(G) Ejecución de órdenes de clientes.....	263
(H) Los deberes de los agentes-negociadores frente a sus clientes.....	264
(I) Los deberes de conocer al cliente y la transacción.....	266
(J) La insolvencia de los agentes-negociadores.....	269
(K) Acciones judiciales contra agentes-negociadores o entidades autorreguladas.....	270
9.- Compañías de inversión.....	271
(A) Introducción.....	271

(B) Compañías de inversión, asesores y agentes de colocación.....	272
(C) Administración de las compañías de inversión.....	273
(D) Requisitos de suministro de información.....	274
10.- Los asesores de inversión.....	275
11.- Emisoras.....	275
(A) Mecanismos de colocación de títulos valores.....	275
(i) La decisión de abrir el capital.....	278
(ii) Procedimiento de registro en la Ley de 1933.....	279
(iii) Las prohibiciones básicas de las distintas etapas del proceso de registro.....	280
(iv) El período previo a la presentación de la solicitud ( <i>pre-filing period</i> ).....	281
(v) El período de espera.....	284
(vi) El período posterior a la entrada en vigencia de la oferta.....	286

(vii) Preparación de la solicitud de registro ( <i>registration statement</i> )....	287
(viii) Información requerida en la solicitud de registro y en el prospecto.....	288
(ix) Otras transacciones y su relación con la obligación de registro.....	293
(x) Leyes estatales sobre títulos valores.....	294
(B) El régimen de las sociedades cotizadas.....	295
(i) Los deberes de información periódica.....	298
(ii) Deberes de suministrar información en cabeza de accionistas, administradores o empleados de la sociedad emisora.....	301
12.- Conclusiones.....	302
CAPÍTULO IV	
Los mercados de capitales en la Argentina.....	306
1.- Introducción. Mercado de dinero y mercado de capitales.....	306
2.- Régimen legal.....	306

	14
3.- La CNV.....	310
4.- Mercados.....	314
(A) En general.....	314
(B) Registro. Requisitos.....	326
(C) Garantía de las operaciones. Otros requisitos.....	327
(D) Estructura del mercado de capitales argentino.....	330
5.- Cámaras compensadoras y agentes de custodia.....	333
6.- Agentes de depósito colectivo.....	334
7.- Agentes.....	337
(A) Caracterización. Régimen legal.....	337
(i) Prohibiciones e incompatibilidades.....	340
(ii) Inscripción.....	341
(iii) Secreto bursátil.....	342

(iv) Documentos suscritos por los agentes.....	344
(v) Publicidad.....	344
(vi) Responsabilidad y competencia disciplinaria.....	344
(B) Agentes de negociación.....	345
(i) Características. Formas de operar.....	345
(ii) Régimen informativo.....	348
(C) Agentes productores.....	349
(D) Agentes asesores globales de inversión.....	350
(E) Agentes de corretaje de valores negociables.....	353
(F) Agentes de custodia, registro y pago.....	355
(G) Agentes calificadores de riesgo.....	355
(H) Hacedores de mercado.....	358
(I) Otros agentes.....	359

8.- Emisoras.....	360
(A) Régimen legal.....	360
(B) Directores. Asambleas. Acciones. Contratos con partes relacionadas.....	362
(C) Normas contables.....	368
(D) Régimen informativo.....	369
(E) Código de Protección al Inversor o Código de Conducta.....	375
(F) Pequeñas y medianas empresas.....	376
(G) Régimen Diferenciado Intermedio de Oferta Pública.....	378
9.- La oferta pública.....	379
(A) Introducción. Objeto. Autorización.....	379
(B) Prospecto.....	386
(C) Mecanismos de colocación de valores negociables.....	391
(i) Subasta o licitación pública.....	394



(ii) <i>Book building</i> .....	394
(D) Operaciones de estabilización de mercado.....	396
10.- Funcionamiento del mercado de capitales. Negociación secundaria.....	397
11.- Conclusiones.....	399
TERCERA PARTE	
LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR INFORMACIÓN	
BRINDADA AL MERCADO.....	402
CAPÍTULO I	
La responsabilidad civil en Francia por	
Información brindada al mercado.....	403
1.- Introducción.....	403
2.- La responsabilidad civil en Francia en general.....	404
3.- La responsabilidad en los mercados financieros.....	407
(A) El daño. Problemas que se plantean.....	411
(i) Características del daño bursátil.....	415

(1) El riesgo.....	416
(2) La multilateralidad de las transacciones.....	417
(B) Los objetivos de la responsabilidad civil.....	420
(i) La función resarcitoria de la responsabilidad civil en los mercados bursátiles.....	421
(ii) El efecto disuasivo de la responsabilidad civil.....	424
(C) La conducta dañosa.....	428
(i) Las infracciones bursátiles.....	428
(ii) La influencia de la conducta dañosa en el buen funcionamiento del mercado.....	431
(D) Los medios de obtener reparación.....	436
(E) Tipos de daños bursátiles.....	440
(i) Los daños por desinformación.....	440
(ii) Los daños a las condiciones de la operación.....	441

(1) Situaciones en las que no existe daño.....	443
(2) Situaciones en las que el inversor se beneficia de la conducta dañosa.....	443
(3) Casos en que el daño es incierto.....	444
(4) Situaciones en que el daño es cierto <i>a priori</i> .....	445
(5) Los daños en caso de extensión del período de alteración de los precios.....	446
(iii) Los perjuicios resultantes de una alteración de la decisión de inversión.....	447
(F) El daño moral.....	450
(G) La cuantificación del daño bursátil.....	450
(i) Los modelos de evaluación del daño.....	452
(H) El nexo de causalidad entre la conducta dañosa y el daño.....	456
(i) Los daños a las condiciones de negociación.....	456

(ii) Los daños a la decisión de inversión.....	457
(I) Los daños por operaciones con información privilegiada.....	461
4.- La responsabilidad de las sociedades emisoras y de sus administradores.....	461
(A) Las sociedades emisoras.....	461
(B) La responsabilidad civil de los administradores.....	467
5.- Aspectos procesales.....	472
(A) El proceso civil.....	472
(B) El proceso penal.....	474
(C) La relación entre la instancia administrativa y la judicial.....	475
(D) Las acciones de clase.....	476
6.- Conclusiones.....	478
 CAPÍTULO II	
La responsabilidad civil en los mercados	
de valores en los Estados Unidos de América.....	481

1.- Introducción.....	481
2.- La responsabilidad en la Ley de Títulos Valores de 1933.....	482
(A) La acción civil por rescisión del artículo 12(a)(1).....	482
(B) La acción civil por información falsa o engañosa del artículo 11, de la Ley de 1933.....	484
(C) Responsabilidad de los vendedores de títulos bajo el artículo 12(a)(2), de la Ley de 1933.....	492
(D) La prohibición del artículo 17, de la Ley de 1933.....	494
(E) Responsabilidad de las personas controlantes.....	495
(F) Complicidad e incitación.....	495
(G) Acuerdos de indemnidad.....	495
(H) Cuestiones procesales.....	496
3.- La responsabilidad en la Ley de Mercados de Valores de 1934.....	496
(A) Las prohibiciones del artículo 9, de la Ley de 1934.....	498

(B) La acción del artículo 10(b), de la Ley de 1934.....	500
(i) Elementos de la acción.....	503
(1) La compra o venta de un título valor.....	503
(2) La intención de defraudar.....	505
(3) El requisito de la relevancia.....	506
(4) La confianza en la información falsa o engañosa.....	509
(5) El nexo de causalidad.....	511
(ii) La cuantificación de los daños.....	514
(iii) Prescripción de la acción.....	516
(iv) Cuestiones procesales.....	516
(v) La Regla 10b-5 y las operaciones con información privilegiada....	516
(vi) La gestión deficiente de la empresa y la Regla 10b-5.....	517
(C) La acción civil del artículo 18(a), de la Ley de 1934.....	519

(D) Cuestiones comunes a las acciones civiles previstas o implícitas en la Ley de Mercados de Valores de 1934.....	520
(i) Cláusulas limitativas de responsabilidad.....	520
(ii) Responsabilidad de controlantes.....	520
(iii) Complicidad e incitación.....	521
(iv) Responsabilidad ilimitada y solidaria o mancomunada.....	522
(v) Derecho de repetición y acuerdos de indemnidad.....	523
4.- Conclusiones.....	524
 CAPÍTULO III	
La responsabilidad civil de los directores de sociedades anónimas en los mercados de capitales en la Argentina.....	526
1.- Introducción.....	526
2.- El marco normativo.....	527
3.- La persona jurídica y su responsabilidad.....	533
4.- La responsabilidad de los administradores.....	537

(A) Los deberes de los directores de sociedades anónimas en la LGS.....	538
(i) El deber de diligencia.....	538
(ii) Los corolarios del deber de diligencia.....	541
(1) El deber de participar activamente en la administración de la sociedad.....	541
(2) El deber de actuar debidamente informado.....	543
(3) El deber de vigilancia.....	544
(4) El deber de cumplir la ley y los estatutos.....	545
(iii) El deber de lealtad.....	545
(B) Los deberes de los directores en la LMC.....	548
(i) Concreciones del deber de lealtad.....	549
(ii) Deberes de reserva y colaboración.....	551
(iii) Deber de información.....	551



(iv) Otros deberes.....	552
(C) Caracterización de los deberes del director.	
¿Obligaciones de medio o de resultado?.....	553
(D) Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas. Normas aplicables.....	558
(i) Alcance de la responsabilidad. Solidaridad.....	558
(ii) Causales de responsabilidad. Sus presupuestos.....	562
(1) Antijuridicidad.....	563
(a) En general.....	564
(b) La antijuridicidad en los mercados de capitales.....	566
(2) El factor de atribución.....	567
(3) El daño.....	572
(a) En general.....	572
(b) El daño bursátil.....	574

(4) La relación de causalidad.....	580
(iii) La extensión del resarcimiento.....	580
(iv) Valuación del daño y cuantificación de la indemnización.....	581
(v) Eximición y extinción de responsabilidad de los directores.....	583
(vi) Acciones de responsabilidad previstas en la LGS.....	584
(vii) Las acciones societarias de responsabilidad en el mercado de capitales.....	586
(viii) Las acciones de daños y perjuicios en la LMC.....	589
(1) Prelación normativa. Existencia o no de una opción por el régimen de responsabilidad común de la LGS y del Código Civil y Comercial.....	591
(2) El régimen de los artículos 119 a 124, de la LMC.....	596
(a) Legitimados activos y pasivos.....	597
(b) Solidaridad.....	600
(c) Antijuridicidad.....	600

(d) Daño. Cuantificación.....	601
(e) Relación de causalidad.....	603
(f) Factores de atribución. Defensas oponibles.....	604
(g) Subsistencia de la operación.....	606
(h) Prescripción.....	607
(i) Cuestiones procesales. Acciones de clase. El inversor como consumidor financiero.....	608
(j) Cuestiones probatorias.....	613
(3) La acción genérica de daños por información defectuosa en el prospecto emergente de la LGS y del Código Civil y Comercial.....	616
(4) Otras operaciones en infracción.....	622
5.- Conclusiones.....	623
CONCLUSIONES GENERALES.....	626

1.- Introducción.....	626
2.- La regulación de los mercados.....	627
3.- La responsabilidad civil.....	630
 ANEXO I. PROPUESTA DE REGULACIÓN LEGAL.....	634
 BIBLIOGRAFÍA.....	647

## AGRADECIMIENTOS

Esta obra no podría haberse realizado sin el concurso, directo o indirecto, de muchas personas a las que no puedo dejar de agradecer aquí.

En primer lugar, quisiera expresar mi gratitud a mi Director de Tesis, el Dr. Juan Pablo Orquera, sin quien esta tesis no se habría materializado, pero quien tiene, además, la deferencia de honrarme con su invalorable amistad.

Quisiera también agradecer a las autoridades de la Facultad de Derecho de la Universidad Austral, especialmente a las del Programa de Doctorado en Derecho, por la infinita paciencia y buena voluntad que han tenido conmigo durante todos estos años. Al Dr. Fernando Toller, quien me animó desde el inicio a cursar y completar el Programa, por sus valiosos consejos y su inapreciable exigencia que estuvieron también en la génesis de esta obra. A Romina Pittondo, también, por su inestimable ayuda. Por supuesto también al Dr. Andrés Sánchez Herrero por su comprensión y su buena disposición.

Naturalmente, debo expresar mi profunda gratitud a mi esposa, María Ángeles Travella, sin quien, sencillamente, yo no sería quien soy, y a mis hijos: Francine, Miguel, Joaquín y Ángeles por acompañarme, también con su admiración, no siempre fundada, pero invariablemente incondicional.

A muchas otras personas quisiera mencionar expresamente aquí, pero las limitaciones de espacio no me lo permiten. Vaya igualmente para ellos el testimonio de mi gratitud.

Finalmente, *last, but not least*, no puedo dejar de agradecer a Dios Nuestro Señor, fuente de toda Razón y Justicia, como tan acertadamente fuera invocado por los constituyentes de 1853.

## INTRODUCCIÓN

### **Objeto de investigación. Metodología. Utilización del derecho comparado.**

Casi en cualquier ámbito científico la primera pregunta que suele hacerse el investigador es cuál es la naturaleza del objeto en estudio. Esta pregunta resulta de sencilla formulación (aunque no siempre sea tan sencilla la respuesta) cuando se trata de ciencias en las cuales el objeto puede ser pesado, medido, diseccionado y sometido a diversas pruebas de experimentación para determinar sus características. Sin embargo, cuando estamos en el campo de las ciencias llamadas sociales, como es el caso del derecho en cuanto saber, no resulta fácil pesar, medir y diseccionar los objetos de estudio. Analizar una ley no es someter el papel en que ella está impresa a un *test* químico para determinar sus reacciones. Se trata evidentemente de algo más complejo, casi siempre esquivo, sobre todo si uno pretende resistir a la fácil tentación de hacer simple exégesis del texto legal. En este sentido, influyen muchos factores en el ánimo o incluso la psiquis del investigador a la hora de acercarse al objeto, entre ellos (y con importancia casi diría decisiva), la formación del jurista y sus concepciones acerca de lo que es el derecho. Y esto no sólo se refiere a la existencia de diferentes escuelas jusfilosóficas, sino incluso a la cultura jurídica en que se encuentra inmerso el investigador. Esto se aprecia con claridad cuando se comparan, por ejemplo, obras jurídicas de procedencia nacional<sup>1</sup> con otras de procedencia anglosajona. La diferencia de enfoque, de aproximación a los problemas, es radical. Casi la inmensa mayoría de las obras nacionales sobre temas jurídicos (con algunas contadas excepciones) son exposiciones más o menos brillantes sobre el funcionamiento, alcance y aplicación de diversos regímenes legales, casi siempre evidenciados en leyes, decretos y regulaciones, con un agregado (de mayor o menor importancia según el autor) sobre su recepción jurisprudencial y una opinión personal (más o menos desarrollada y profunda) sobre los diversos temas tratados. Esta forma de abordar los problemas es fruto de una concepción del derecho, propia del sistema continental, en el que la ley tiene una primacía casi absoluta como fuente creadora del derecho y la jurisprudencia y la doctrina tienen como función primaria la de interpretar la ley. De ahí que el modo de razonar propio de los juristas y abogados formados en este sistema sea netamente deductivo, pues es preciso deducir el derecho de la ley, y que la forma de estudiar el derecho en nuestras universidades sea estudiar códigos, leyes y

---

<sup>1</sup> Lo mismo puede decirse de casi cualquier país de América Latina.

doctrinas que los interpretan<sup>2</sup>.

El enfoque anglosajón es diametralmente opuesto. Se parte de la realidad de lo que acontece no sólo a través de los casos jurisprudenciales (fuente primaria de creación del derecho), sino también, especialmente en materia societaria, de la realidad económica y operativa de las sociedades y empresas. De ahí que el razonamiento propio de este sistema sea el inductivo, pues el derecho y sus reglas deben inferirse de la realidad jurisprudencial, económica y social y de ahí también que la doctrina tenga una importancia relativa como fuente creadora de derecho, pues no pretende interpretar la ley, sino los casos jurisprudenciales, constituyendo, por tanto, una interpretación podríamos decir secundaria, pues la primaria está en manos de los jueces. La enseñanza del derecho en las universidades anglosajonas parte del método de casos, con una influencia decisiva, especialmente en materia comercial, del análisis económico del derecho<sup>3</sup>.

Lo antedicho no implica menoscabo de un sistema en beneficio de otro. El sistema continental ha alumbrado obras jurídicas de indudable genio y trascendencia universal. Lo mismo puede decirse de muchas obras surgidas del sistema del *common law*. No obstante, como lo valioso de la diversidad no es acentuar las diferencias, sino enriquecerse con ellas, en este trabajo se intentarán abordar los temas que se plantearán a continuación con ambos enfoques: el tradicional del sistema continental y el inductivo, más propio del *common law*.

Concretamente, el objeto de este trabajo, tal como su título lo indica, es analizar la responsabilidad civil que les cabe a los directores de sociedades anónimas en virtud de la información que brindan al mercado de capitales, actuando como órgano de administración de sociedades emisoras.

---

<sup>2</sup> Es claro que esta concepción tradicional del sistema continental está actualmente en crisis, al menos en los ámbitos de investigación académica, pues se advierte un corrimiento hacia el sistema del *common law*, a través sobre todo de la influencia de la jurisprudencia como fuente creadora de derecho. Con todo, creo que el núcleo duro de la concepción continental tradicional sigue estando plenamente vigente.

<sup>3</sup> También es evidente en este caso la existencia de cierto corrimiento del sistema del *common law* hacia el sistema continental, evidenciado sobre todo en los Estados Unidos, materializado en la sanción de numerosas leyes federales y estatales sobre diversos temas. Creo que Igualmente, también en este caso, la esencia del *common law* sigue viva en la forma de hacer, aplicar y enseñar el derecho.

A tal fin, resultará indispensable hacer referencia, siquiera brevemente, al directorio de la sociedad anónima como tal, su rol, sus funciones y deberes y sus relaciones con los accionistas y los terceros. Como se dijo, el análisis no se circunscribirá a una mera exposición de los textos legales y su interpretación, sino que se brindará un contexto, también histórico, que permita comprender mejor los fenómenos estudiados. Este el tema que ocupará la primera parte de la obra. Esta exposición permitirá tener una base a partir de la cual analizar la responsabilidad que les cabe a los integrantes de este órgano de administración. Asimismo, la toma de posiciones en algunos aspectos de la regulación legal de dicho órgano dará fundamento luego a algunas de las conclusiones a las que se llegará a medida que se avanza en el análisis.

A continuación, se estudiará el mercado de capitales, su estructura, sus características, sus funciones, su funcionamiento y, naturalmente, su regulación legal. Gran relevancia cobra en este punto, la toma de conciencia sobre los deberes del directorio en dicho mercado y, muy especialmente, los deberes de información. Este análisis será el objeto de la segunda parte y contribuirá también a formar la base para el estudio concreto de la responsabilidad por la información brindada al mercado.

En la tercera parte, se analizará con espíritu crítico la regulación de la responsabilidad civil y sus consecuencias para los directores, en general, y, en particular, en lo que se refiere a la información que se vuelca al público en los mercados de capitales.

Finalmente, se extraerán conclusiones de todo lo analizado a lo largo del trabajo.

Para tener una cabal comprensión de los problemas y dificultades que enfrentan no sólo los legisladores y reguladores, sino también los operadores del mercado, los inversores y los juristas, se estudiarán los temas antes descriptos desde una triple óptica: el derecho francés, el norteamericano y, desde luego, el argentino. El estudio del derecho de los mercados de valores de los Estados Unidos resulta indispensable en cualquier análisis jurídico que se haga de los mercados de capitales, dada la enorme influencia que tiene dicho país, no solamente en la Argentina, si no en el mundo<sup>4</sup>. Esta influencia surge del prestigio que ha adquirido la legislación y jurisprudencia de dicho país del norte,

---

<sup>4</sup> Valga como ejemplo que el régimen de responsabilidad contenido en el Decreto 677/2001 y que fuera luego reproducido en la actual ley argentina de mercados de valores, reconoce su fuente en las normas de la Ley de Valores de 1933, de los Estados Unidos.



consecuencia del enorme desarrollo que tienen allí los mercados<sup>5</sup>.

En cuanto al derecho francés, era necesaria una referencia al derecho continental y dicho ordenamiento jurídico aparecía tal vez como el más interesante de Europa, especialmente por ser uno de los pocos países en que los tribunales han tenido ocasión de expedirse en acciones de reparación por daños en el mercado<sup>6</sup>.

Tal vez se observe una mayor extensión en el estudio de algunos temas que en otros, especialmente en los derechos francés y norteamericano. La idea es no agotar al lector con detalles históricos o sociológicos de nuestra realidad societaria y de los mercados argentinos, pues se presumen conocidos. Pero sí se consideró útil explayarse algo más en los otros casos referidos, tal vez no tan al alcance de todos<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Especialmente notable es el desarrollo en los Estados Unidos de la jurisprudencia sobre responsabilidad civil que los posicionan como un caso único en el mundo. Ni siquiera Europa tiene tanta práctica judicial en la materia.

<sup>6</sup> En lo que se refiere estrictamente a la regulación legal del mercado, el esfuerzo unificador de la Unión Europea ha tenido como consecuencia que la mayoría de los países miembros de la Unión posean regímenes legales muy similares. Lo interesante entonces es más bien la jurisprudencia que es más o menos abundante según los casos y exhibe, lógicamente, una tendencia mucho menor a la unificación por la disparidad de criterios interpretativos.

<sup>7</sup> He creído útil, por ejemplo, explicar algo más extensamente la evolución del directorio en las sociedades norteamericanas, así como las circunstancias que dieron lugar a la regulación legal actual en dicho país, dado el interés que siempre despierta en el legislador y el jurista la experiencia allí vivida.

**PRIMERA PARTE**

**EL DIRECTORIO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA**

## CAPÍTULO I

### **El directorio de la sociedad anónima en el sistema continental: el caso de Francia**

#### 1.- Régimen legal.

El régimen actual de las sociedades anónimas surge del Código de Comercio del año 2000, modificado por sucesivas leyes, que intentaron corregir ciertos defectos del anterior régimen, aunque la estructura básica permaneció inalterada, es decir, se mantiene la doble estructura: la monista (consejo de administración) y la dualista (consejo de vigilancia y directorio), a elección de la sociedad.

(A) La estructura monista.

(i) El consejo de administración.

Conforme al artículo L. 225-17, del Código de Comercio francés, la sociedad anónima es administrada por un consejo de administración formado por al menos tres miembros hasta el máximo que determinen los estatutos, el que no puede exceder de dieciocho<sup>8</sup>. Nótese que la ley exige como norma general un consejo siempre plural<sup>9</sup>.

Los primeros administradores son designados por la asamblea constitutiva y los sucesivos por la asamblea ordinaria. Los administradores durarán en sus cargos el tiempo que determinen los estatutos, con un máximo de seis años. Los administradores pueden ser reelegidos, salvo disposición contraria de los estatutos, y sus cargos son libremente revocables por la asamblea ordinaria en cualquier momento (artículo L. 225-18).

---

<sup>8</sup> El tercer párrafo dispone que, en caso de fallecimiento, renuncia o revocación del mandato del presidente del consejo de administración, si no puede reemplazarlo por uno de sus miembros, el consejo puede designar un nuevo administrador para que ejerza las funciones de presidente.

<sup>9</sup> El artículo L225-18-1 dispone que la proporción de los administradores de cada sexo no puede ser inferior al 40% en las sociedades que, durante tres años consecutivos, tengan 250 empleados o más y una suma neta de volumen de negocios de al menos 50 millones de euros, bajo pena de nulidad. Se trata de asegurar la diversidad de género.

Existen limitaciones de edad para los administradores, incluyendo el cese automático en el cargo al alcanzar cierta edad, aunque ello no afecta la validez de las decisiones adoptadas por el consejo con la presencia del administrador en infracción (artículo L. 225-19).

El mandato del administrador cesa con ocasión de la reunión de la asamblea general ordinaria que aprueba los estados contables del ejercicio correspondiente al año en que expira el término para el que fue elegido (Parte Reglamentaria del Código de Comercio, artículo R225-15).

Una persona jurídica puede integrar el consejo de administración, debiendo en ese caso nombrar un mandatario persona física que la represente, a quien se le extienden las mismas obligaciones y deberes y el mismo régimen de responsabilidad civil y penal de los administradores personas físicas, sin perjuicio de la responsabilidad solidaria con la persona jurídica que representa (artículo L. 225-20)<sup>10</sup>.

Una persona física no podrá ejercer simultáneamente más de cinco mandatos de administrador de sociedades anónimas que tengan su sede en territorio francés, para lo que no se tendrán en cuenta las sociedades controladas (artículo L. 225-21).

El artículo L. 225-21-1 establece que un administrador puede convertirse en empleado en relación de dependencia con la sociedad en cuyo consejo sirve, siempre que la sociedad permanezca, al cierre de cada ejercicio social, dentro de los parámetros definidos en la recomendación 2003/361, de la Comisión Europea, órgano legislativo de la Unión Europea (que caracteriza a las micro, pequeñas y medianas empresas)<sup>11</sup>, y si su

---

<sup>10</sup> Resulta interesante mencionar que, en España, por Ley 5/2021, que incorpora al Derecho Español la Directiva de la Unión Europea 2017/828, se ha prohibido el nombramiento de personas jurídicas como miembros del consejo de administración de una sociedad cotizada, excepto las que pertenezcan al sector público. Presumiblemente, el objetivo de esta prohibición es reforzar el deber de lealtad de los consejeros.

<sup>11</sup> Según esta norma, una mediana empresa es aquella que tiene menos de 250 trabajadores y un volumen de negocios anual no superior a 50 millones de euros o bien un balance general anual no superior a 43 millones de euros. Por su parte, una pequeña empresa es la que tiene menos de 50 empleados y un volumen de negocios anual o un balance general anual no superior a 10 millones de euros. Finalmente, una microempresa es la que posee menos de 10 empleados y un volumen de negocios anual o un balance general anual no superior a 2 millones de euros.

contrato de trabajo corresponde a un empleo efectivo.

El Código contiene varias normas sobre la obligatoriedad, en algunos casos, de contar con representantes de los empleados en el consejo que fueron incluidos en su momento con el fin de acercarse a un modelo de cogestión de la empresa (artículos L. 225-23 a L. 225-34 y L. 225-27).

Los estatutos pueden establecer que los administradores sean titulares de un número determinado de acciones de la sociedad, disposición inaplicable a los administradores que sean además accionistas-empleados de la sociedad en virtud del artículo L. 225-23 (artículo L. 225-25). El administrador que no cumpla con este requisito estatutario cesa automáticamente en el cargo si no regulariza su situación en el término de seis meses. Resulta interesante mencionar que la Ley No. 776, del 4 de agosto de 2008, denominada de Modernización de la Economía, modificó este artículo L. 225-25, eliminando el requisito obligatorio de que tanto los miembros del consejo de administración, como del consejo de vigilancia, fueran titulares de acciones de la sociedad, requisito que se mantenía desde la Revolución de 1789. De hecho, Francia era el único país que aún conservaba una disposición en tal sentido.

(ii) Facultades.

En cuanto a las facultades del consejo de administración, el artículo L. 225-35 establece que le corresponde determinar las orientaciones de la actividad de la sociedad y velar por la puesta en ejecución de estas, conforme al interés social, teniendo en cuenta las consecuencias sociales y ambientales de su actividad. Adviértase la referencia no sólo al interés de la sociedad, sino también al impacto ambiental y social de la actividad de la empresa. Esto pone como imperativo legal para los administradores el tener en cuenta las consecuencias del accionar de la sociedad en su entorno.

Sigue diciendo el artículo L.225-35 que los administradores también deberán tener en cuenta, si es el caso, la razón de ser de la sociedad definida conforme al artículo 1835, del Código Civil. Según esta última norma, los estatutos de la sociedad pueden prever una razón de ser para la sociedad, constituida por ciertos principios que adopta y para los que afecta los recursos mediante los cuales desarrolla su actividad<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Este punto ha sido introducido por la Ley Relativa al Crecimiento y Transformación de las

Salvo los poderes expresamente atribuidos a la asamblea de accionistas y dentro de los límites del objeto social, el consejo debe hacerse cargo de toda cuestión relativa a la buena marcha de la sociedad y regular mediante sus deliberaciones los asuntos que la conciernen. En sus relaciones con los terceros, la sociedad se ve obligada por la actuación del consejo aun cuando exceda los límites del objeto social, a menos que se pruebe que el tercero conocía que el acto traspasaba esos límites o que no podía ignorar dicha circunstancia. La mera publicación de los estatutos sociales no basta para constituir dicha prueba<sup>13</sup>. El consejo debe realizar los controles y verificaciones que estime oportunos. El presidente o el director general de la sociedad deben comunicar a cada administrador todos los documentos e informaciones necesarios para el cumplimiento de esta misión del consejo (artículo L. 225-35).

Resulta importante resaltar cómo este deber de control y supervisión por parte del consejo tiene como contrapartida la obligación, puesta en cabeza del presidente y del director general de la sociedad, de suministrar a cada administrador toda la

---

Empresas (llamada Ley Pacte), del 22 de mayo de 2019. Esta ley introdujo dos modificaciones en el texto del Código Civil: en el artículo 1833, que ahora establece que la sociedad debe ser administrada en el interés social, **tomando en consideración las cuestiones sociales y ambientales de su actividad**; y el artículo 1835, mencionado, que establece que los estatutos pueden precisar una razón de ser para la sociedad, constituida por principios que adopta y que se compromete a respetar poniendo los medios necesarios. Como afirmó la doctrina, el legislador ha intentado operar un cambio en la mentalidad de los agentes económicos a fin de redefinir el rol y la función de las sociedades, pero se ha quedado a mitad de camino, pues la llamada “razón de ser” de las sociedades puede quedar sólo como algo simbólico, sin trascendencia jurídica. A ello se suma la ausencia de definición del término empleado por la ley (cfr. Baresté, Bastian, “*Loi Pacte : les associés, l'intérêt social et la raison d'être*”, disponible en línea en: <https://www.village-justice.com/articles/loi-pacte-les-associes-interet-social-raisonetre,32192.html>). Una ley del 2/03/2022 fue más allá al exigir que el consejo de administración o el directorio de las sociedades también tengan en cuenta las consecuencias culturales e incluso deportivas de su actividad.

<sup>13</sup> Se aprecia aquí un régimen más estricto que el de nuestra Ley General de Sociedades que excluye el caso de actuación que sea notoriamente extraña al objeto social. En el régimen francés el único límite para la responsabilidad frente al tercero es la mala fe de éste. Esta característica surgió de la primera directiva comunitaria del 9 de marzo de 1968 (cfr. Dom, Jean-Philippe, “*La transposition de la première directive communautaire (No. 68-151 du mars 1968) en droit français*”, 24 de diciembre de 2000, disponible en línea en [https://nanopdf.com/download/la-transposition-de-la-premiere-directive-communautaire-n-68\\_pdf](https://nanopdf.com/download/la-transposition-de-la-premiere-directive-communautaire-n-68_pdf)). La jurisprudencia ha interpretado esta norma de manera estricta (cfr., por ejemplo, Corte de Apelaciones de París, fallo del 15/06/1995, *Revue des Sociétés*, 1995, págs. 770 yss.).

documentación e información que sean necesarios para el cumplimiento de aquél deber.

Ya se verá cuáles son las funciones del presidente y/o director general de la sociedad, pero baste decir de manera general que ellos tienen a su cargo la gestión diaria de los negocios sociales. En consecuencia, son los funcionarios indicados para poder informar al consejo de administración sobre la marcha de dichos negocios a fin de que éste pueda ejercer su deber/facultad de supervisión y control.

El consejo de administración puede otorgar a sus miembros o a terceros, accionistas o no, mandatos especiales para uno o más objetos determinados (Parte Reglamentaria del Código de Comercio artículo R225-29). Como se advierte, *a contrario sensu*, no podrán ser otorgados mandatos generales de administración y disposición a terceros que impliquen, de hecho, la sustitución de las funciones del consejo de administración.

El consejo de administración puede también crear comités encargados de tareas determinadas, los que siempre actúan bajo su responsabilidad (Parte Reglamentaria del Código de Comercio artículo R225-29).

El artículo L. 225-37-1 exige que el consejo de administración considere anualmente la política en materia de igualdad profesional y salarial de los empleados de la sociedad, incluyendo los planes relativos a la igualdad de sexos en aquellos casos en que la legislación laboral lo exija.

(iii) Funcionamiento.

En cuanto al funcionamiento del consejo de administración, el artículo L. 225-36-1 dispone que los estatutos deberán determinar las reglas relativas a su convocatoria y deliberaciones. Si el consejo no se ha reunido por el término de dos meses, un tercio de sus miembros puede solicitar al presidente la convocatoria a una reunión en base a un orden del día determinado. Lo mismo puede hacer el director general. En estos casos, el presidente tiene la obligación de realizar la convocatoria<sup>14</sup>.

Se trata, naturalmente, de un órgano colegiado para el que el artículo L. 225-37

---

<sup>14</sup> Algunos códigos de buen gobierno (como el de MiddleNext), requieren que el consejo se reúna un mínimo de cuatro veces al año.

establece un *quórum* de al menos la mitad de sus miembros, siendo esta norma de orden público<sup>15</sup>. Las decisiones se aprueban por simple mayoría de miembros presentes, a menos que los estatutos dispongan una mayoría agravada.

El artículo L. 225-37 establece que los estatutos pueden prever que los administradores estén presentes en las reuniones por medio de videoconferencia u otro medio de telecomunicación. En este caso, el quórum puede incluir a los administradores presentes por aquellos medios<sup>16</sup>.

Salvo disposición en contrario del estatuto, en caso de empate, el voto del presidente de la reunión será determinante.

Toda persona que asista a una reunión del consejo de administración debe guardar discreción sobre la información confidencial a que tenga acceso en, o con ocasión, de dicha reunión (artículo L. 225-37).

Un administrador puede otorgar mandato a otro para que lo represente en una reunión del consejo, pero en dicha reunión cada administrador no podrá ser mandatario de más de un administrador (Parte Reglamentaria del Código de Comercio artículo R225-19).

Debe llevarse un acta de cada reunión (Parte Reglamentaria del Código de Comercio artículo R225-22). Este punto es importante a la hora de establecer la responsabilidad de los administradores por sus decisiones en la medida en que esas decisiones se vean reflejadas en las actas.

#### (iv) Remuneración. Informes.

En las sociedades que hacen oferta pública de sus títulos valores, el consejo de administración debe establecer la política de remuneraciones de sus miembros, la cual debe estar conformada al interés social y a la estrategia comercial de la sociedad. La remuneración puede ser fija o variable. Esta política debe estar incluida (junto con una serie de informaciones sobre las remuneraciones o beneficios otorgados o a otorgar a los

---

<sup>15</sup> Cualquier cláusula en contrario se reputará como no escrita.

<sup>16</sup> Algunas decisiones pueden incluso ser tomadas mediante el voto por escrito de todos los administradores.



miembros del consejo de administración) en el informe sobre el gobierno de la empresa que debe presentar el consejo a la asamblea, junto con el informe de gestión. Cualquier tipo de remuneración o compensación a los miembros del consejo de administración debe ser otorgada conforme a la política de remuneraciones aprobada, bajo pena de nulidad (artículos L. 22-10-8, L. 225-37 y L. 225-37-4). Esta política de remuneraciones, una vez aprobada por la asamblea general, debe publicarse en el sitio de Internet de la sociedad a disposición del público (Parte Reglamentaria del Código de Comercio, artículo R225-29-1).

Los artículos L. 22-10-8 y L. 22-10-9 contienen otras disposiciones sobre las remuneraciones de los miembros del consejo de administración de sociedades cotizadas.

Como se dijo antes, el consejo de administración debe presentar a la asamblea general ordinaria anual un informe sobre el gobierno de la empresa, así como un informe de gestión. Este informe de gobierno debe incluir, como se mencionó, una serie de informaciones sobre las remuneraciones y beneficios de cualquier tipo otorgados a los miembros del consejo de administración (artículos L. 22-10-9, L.225-37 y L. 225-37-4), así como, entre otras informaciones, la lista de mandatos y funciones ejercidas por cada funcionario de la sociedad; los acuerdos o convenciones entre uno o más funcionarios o uno o más accionistas que representen más del 10% de los derechos de voto de la sociedad y una sociedad controlada (salvo los contratos sobre operaciones corrientes y celebrados en condiciones normales); políticas de diversidad de género, edad o formación profesional, o una explicación de por qué no se adoptan tales políticas (aplicable a las grandes sociedades); los eventuales límites que el consejo de administración establece en las facultades del director general, cuando existen; si adopta un código de buen gobierno y, en su caso, la explicación de por qué no lo adopta o descarta algunas de sus previsiones; las modalidades de participación de los accionistas en las asambleas generales; y políticas de control sobre operaciones con partes relacionadas (artículos l. 22-10-11 y L. 225-37-4).

Por otro lado, las sociedades que hacen oferta pública de sus títulos deben incluir en el informe de gobierno de empresa una exposición y, si es el caso, una explicación de diversas situaciones que pueden tener incidencia en caso de oferta pública de compra o de canje. Entre estas situaciones pueden mencionarse la estructura de capital de la sociedad; las restricciones estatutarias al ejercicio de los derechos de voto y a las

transferencias de acciones o la existencia de convenios de accionistas; la lista de accionistas que poseen acciones o títulos que comporten derechos especiales de control y la descripción de éstos; las reglas sobre postulación y reemplazo de los miembros del consejo; las normas sobre modificaciones de los estatutos de la sociedad; los poderes del consejo, especialmente en lo atinente a la emisión y recompra de acciones; los acuerdos o contratos celebrados por la sociedad que se ven modificados o finalizados en caso de cambio de control, salvo si la divulgación de esta información afecta gravemente a los intereses de la sociedad; y los acuerdos que prevean cláusulas de indemnidad para los miembros del consejo o los empleados de la sociedad (artículo L. 22-10-11).

(v) El presidente del consejo de administración. El director general. El director general delegado.

El consejo deberá elegir de entre sus miembros que sean personas físicas (bajo pena de nulidad) un presidente, que será designado por un período no superior a su mandato como administrador. Puede ser reelegido y el consejo podrá revocar su nombramiento en cualquier momento, norma ésta que no puede ser dejada de lado por los estatutos o por decisión de la sociedad (artículo L. 225-47).

El estatuto debe prever un límite de edad para ejercer las funciones de presidente el que, en defecto de previsión expresa, se fija en sesenta y cinco años. Cualquier designación en violación a esta norma será nula. Si el presidente llega al límite de edad, se lo tendrá por cesado automáticamente en el cargo (artículo L. 225-48)<sup>1718</sup>.

Son deberes del presidente del consejo de administración la organización y dirección de los trabajos del órgano, de lo cual debe rendir cuentas a la asamblea general de accionistas. Debe velar además por el buen funcionamiento de los órganos sociales y asegurarse de que los administradores estén en condiciones de cumplir con sus

---

<sup>17</sup> Las nulidades o cesaciones de oficio previstas en esta norma dejan subsistente la validez de las decisiones del consejo en que ha tomado parte el presidente irregularmente designado o cesado en el cargo (artículo L.225-48).

<sup>18</sup> En caso de incapacidad temporaria o fallecimiento del presidente, el consejo podrá delegar tales funciones en otro de sus miembros. En caso de incapacidad temporaria, esta delegación tendrá una duración limitada, aunque es renovable. En caso de fallecimiento del presidente, dicha delegación durará hasta la elección de un nuevo presidente (artículo L. 225-50).

obligaciones (artículo L. 225-51).

Por otro lado, en este sistema denominado tradicionalmente monista, la dirección general de la sociedad puede ser asumida por el presidente del consejo de administración o por otra persona física designada al efecto por dicho consejo con el cargo de director general (artículo L. 225-51-1)<sup>19</sup>.

Adviértase que esta disociación de funciones implica que el consejo de administración, a través de su presidente, retiene el control permanente de la gestión y la función de supervisión y que el director general se encarga de los asuntos diarios de la gestión, a la manera de un gerente general o un *chief executive officer* del derecho norteamericano<sup>20</sup>, bajo la supervisión del consejo.

A su vez, a propuesta del director general, el consejo puede nombrar una o más personas físicas encargadas de asistir al director general, denominadas directores generales delegados, cuyo número no puede exceder de cinco<sup>21</sup> (artículo L. 225-53)<sup>22</sup>.

Una persona física no puede ejercer simultáneamente más de un mandato de director general de sociedades anónimas que tengan su sede en territorio francés. Se exceptúa el caso en que el segundo mandato se ejerce en una sociedad controlada por la sociedad en que se ejerce el primer mandato. También se exceptúa el caso de que la sociedad en que se ejerce el segundo mandato no tenga sus títulos admitidos a cotización en un mercado regulado. En estos casos excepcionales sólo se admite un segundo

---

<sup>19</sup> Esta disociación de funciones entre el consejo de administración y el director general fue introducida por la ley del 15 de mayo de 2001 sobre Nuevas Regulaciones Económicas (Ley No. 2001-420), aunque, en rigor de verdad, ya existía en la ley de 1867, siendo suprimida en 1940 (cfr. Conac, Pierre-Henri, “*La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes selon la loi relative aux Nouvelles Régulations Economiques (NRE)*”, Droit 21, 2001, ER 052).

<sup>20</sup> De hecho, la ley de 2001 tomó esa estructura del sistema norteamericano. En este sentido, el consejo de administración, por sí, no tiene poder de representación frente a terceros (cfr. Ripert, Georges et Roblot, René, “*Traité de droit commercial*”, actualizado por Michel Germain y Louis Vogel, Paris, LGDJ, 1998, 17ma. edición, Tomo 1, No. 1670).

<sup>21</sup> Se debe asegurar en este caso también una composición equilibrada entre mujeres y hombres.

<sup>22</sup> Se prevén también limitaciones de edad (artículo L. 225-54).

mandato (artículo L. 225-54-1).

El consejo puede revocar en cualquier momento la designación del director general, como así también puede revocar, a propuesta del director general, los mandatos de los directores delegados. Si la revocación se hace sin justa causa, puede dar lugar a una indemnización de daños y perjuicios, salvo cuando el director general asume las funciones de presidente del consejo de administración (artículo L. 225-55).

Si el director general cesa en sus funciones o se encuentra impedido de ejercerlas, los directores generales delegados conservan sus funciones y atribuciones hasta la designación de un nuevo director general, salvo decisión en contrario del consejo de administración (artículo L. 225-55).

El director general tendrá los más amplios poderes para actuar en cualquier circunstancia en nombre de la sociedad, dentro del límite del objeto social y sin perjuicio de los poderes atribuidos a la asamblea general de accionistas y al consejo de administración. Representa a la sociedad en su relación con los terceros, la cual se entiende obligada incluso por los actos del director general que no estén comprendidos en el objeto social, salvo que se pruebe que el tercero conocía tal situación o que no podía ignorarla, prueba que no se cumple con el mero hecho de la publicación de los estatutos<sup>23</sup>. Las disposiciones del estatuto o las decisiones del consejo de administración que limiten las facultades del director general no son oponibles a los terceros. Los directores generales delegados gozan, frente a terceros, de las mismas facultades que el director general (artículo L. 225-56).

Hasta aquí, el sistema tradicional, denominado también monista, porque cuenta con un solo órgano de administración, aunque puede dissociar sus funciones de control y de gestión diaria, como se vio.

(B) La estructura dualista. El consejo de vigilancia y el directorio.

A continuación, el Código de Comercio francés, en los artículos L. 225-57 a L.225-93, de la Sub-sección 2, regula el llamado sistema dualista, caracterizado por contar con dos órganos de administración: el consejo de vigilancia y el directorio.

---

<sup>23</sup> Son normas similares a las aplicables al consejo de administración.

Como se dijo antes, este sistema dualista fue introducido en Francia por la ley de 1967, aunque en forma optativa, tal como existe actualmente, inspirándose en el modelo alemán que consagra dicha estructura, bien que en forma obligatoria<sup>24</sup>.

En cuanto a la regulación propiamente dicha, el artículo L. 225-57 establece que los estatutos pueden estipular que la sociedad adopte la estructura dualista. A su vez, el cambio de una estructura a otra puede introducirse en los estatutos en cualquier momento.

Si se elige la estructura dualista, la sociedad estará dirigida por un directorio compuesto por un máximo de cinco miembros, que pueden elevarse a siete, si las acciones de la sociedad se encuentran admitidas a negociación en un mercado regulado (artículo L. 22-10-18)<sup>25</sup>. En las sociedades anónimas de capital inferior a euros 150.000 el directorio puede ser unipersonal (artículo L. 225-58).

A su vez el directorio ejerce sus funciones bajo el control de un consejo de vigilancia. Sus miembros, que deben obligatoriamente ser personas físicas, son designados por el consejo de vigilancia, quien además designa a uno de ellos como presidente. Pueden ser accionistas o no. Cuando el directorio es unipersonal, la persona designada se denomina director general único (artículo L. 225-59)<sup>26</sup>.

La designación de directores o del director general único es revocable sólo por la asamblea general de accionistas, excepto que los estatutos prevean también la revocación por el consejo de vigilancia. Si la revocación se efectúa sin justa causa puede dar lugar a indemnización por daños y perjuicios (artículo L. 225-61).

Los estatutos deberán determinar la duración del mandato de los directores entre

---

<sup>24</sup> En Alemania dicho sistema se introdujo poco después de la eliminación del sistema de autorización y control estatal y el objetivo fue claramente reemplazar dicho control por un sistema privado de control autónomo, fuerte e independiente. El sistema no ha estado exento de dificultades. Diversos escándalos financieros y quiebras resonantes se han sucedido desde 1884 a nuestros días y han motivado diversas reformas legislativas. Sin embargo, la idea fundamental de una separación entre la dirección y el control nunca fue puesta seriamente en duda Hopt, Klaus, “*La structure dualiste en Allemagne: expériences et particularités d’outre Rhin*”, en “*La société à directoire...*”, págs. 52 y ss.

<sup>25</sup> Para su composición el directorio debe cumplir con las mismas normas de diversidad de género que el consejo de administración.

<sup>26</sup> Se le aplican también al directorio las normas sobre límites de edad de sus miembros.

un mínimo de dos y un máximo de seis años. A falta de previsión estatutaria, la duración del mandato será de cuatro años (artículo L. 225-62).

Las vacantes en el directorio son suplidas por el consejo de vigilancia en el plazo de dos meses de producida aquélla. Si no lo hace, cualquier interesado puede demandar judicialmente que se designe al reemplazante provisoriamente, el que puede ser reemplazado en cualquier momento por el consejo de vigilancia (Parte Reglamentaria del Código de Comercio, artículo R225-36).

El Directorio está investido de los más amplios poderes para actuar en cualquier circunstancia en nombre de la sociedad, aunque siempre que esa actuación esté dentro de los límites del objeto social y no invada atribuciones conferidas por la ley o los estatutos al consejo de vigilancia y/o a la asamblea de accionistas. Asimismo, determina la orientación de las actividades de la sociedad, conforme al interés social, tomando en consideración el impacto social y ambiental de dichas actividades. También debe respetar, si existe, la razón de ser de la sociedad en los términos del artículo 1835, del Código Civil (primer párrafo del artículo L. 225-64).

No obstante estas limitaciones, el segundo párrafo del artículo citado establece que en las relaciones con los terceros la sociedad se ve obligada incluso por los actos del directorio que no atañan al objeto social, excepto que se acredite que el tercero sabía que el acto excedía dicho objeto social o que no podía ignorarlo de acuerdo a las circunstancias, en cuyo caso la sola publicación de los estatutos no constituirá prueba suficiente del conocimiento del tercero a estos fines. A su vez, cualquier disposición estatutaria que limite los poderes del directorio es inoponible a los terceros (artículo L. 225-64). Son normas similares a las del consejo de administración.

Salvo disposición en contrario del estatuto, los miembros del directorio pueden, con la autorización del consejo de vigilancia, repartir entre ellos las tareas de la dirección, pero en ningún caso esa distribución de funciones puede tener como efecto privar al directorio de su carácter de órgano colegiado encargado de la administración de la sociedad (Parte Reglamentaria del Código de Comercio, artículo R225-39).

Resulta interesante mencionar que la norma del artículo R225-40, de la Parte Reglamentaria del Código de Comercio, dispone que, si el consejo de vigilancia rehúsa autorizar una operación, el directorio puede someter el diferendo a la asamblea general

que decidirá sobre la cuestión. Es un caso, anómalo, de funciones de gestión ejercidas por la asamblea de accionistas.

El directorio, como órgano colegiado, debe deliberar y tomar sus decisiones en las condiciones establecidas en el estatuto (artículo L. 225-64).

La representación de la sociedad está encomendada al presidente del directorio o al director general único, si el directorio es unipersonal. No obstante, el consejo de vigilancia puede, si lo permiten los estatutos, atribuir dicho poder de representación a uno o más de los otros miembros del directorio que en ese caso toman la denominación de directores generales. De todas maneras, las disposiciones estatutarias que limiten el poder de representación son inoponibles a terceros (artículo L. 225-66). En relación con la cantidad de mandatos que puede tener un director se aplican idénticas normas que las ya vistas para el consejo de administración (artículo L. 225-67).

En cuanto al consejo de vigilancia, el artículo L. 225-68 del Código de Comercio francés establece que ejerce el control permanente de la gestión de la sociedad llevada a cabo por el directorio.

La misma norma permite que los estatutos de la sociedad supediten a la previa autorización del consejo de vigilancia la conclusión de ciertas operaciones que dichos estatutos establezcan, con ciertos límites en el caso del otorgamiento de cauciones, avales o garantías.

La norma comentada continúa diciendo que el consejo de vigilancia puede realizar, en cualquier época del año, las verificaciones y controles que juzgue oportunas y puede solicitar que le sean suministrados todos los documentos que estime necesarios para el cumplimiento de su misión (artículo L. 225-68). El directorio debe presentar un informe trimestral al consejo de vigilancia y, anualmente, entregarle los estados contables a los fines de su verificación y control. A su vez, el consejo de vigilancia debe presentar a la asamblea general anual ordinaria un informe sobre el gobierno de empresa, junto con el informe de gestión del directorio, así como sus observaciones sobre este informe y sobre los estados contables del ejercicio.

En cuanto a su composición, el artículo L. 225-69 establece que los estatutos deberán determinar el número de sus miembros, entre un mínimo de tres y un máximo de dieciocho. En este caso también se exige que el consejo esté integrado buscando una

representación equilibrada entre mujeres y hombres<sup>27</sup>. Asimismo, se prevén (como para el consejo de administración y el directorio) límites de edad para los miembros del consejo de vigilancia (artículo L. 225-70).

También se aplican al consejo de vigilancia las normas sobre composición por trabajadores (artículo L. 225-71).

El estatuto puede prever que cada miembro del consejo de vigilancia sea accionista de la sociedad en un porcentaje o número determinado. Si el día de su elección o si en el curso de su mandato esa condición no se verifica, se lo entiende cesado de pleno derecho, a menos que regularice su situación en el plazo de seis meses. Esta disposición no se aplica a los miembros del consejo de vigilancia que sean accionistas-empleados (artículo L. 225-72).

El artículo L. 225-74 establece que los miembros del consejo de vigilancia no pueden ser parte del directorio, norma lógica teniendo en cuenta las funciones y roles de cada órgano.

Por otro lado, son designados por la asamblea general de accionistas, excepto los primeros que son designados en los estatutos (artículo L. 225-75). La duración de sus mandatos se determina por estatuto, pero no puede exceder de seis años. Son reelegibles libremente, salvo estipulación en contrario en los estatutos y su nombramiento puede ser revocado en cualquier momento por la asamblea.

Una persona jurídica puede ser designada miembro del consejo de vigilancia, en cuyo caso nombrará un representante que quedará sometido al mismo régimen de los miembros de dicho consejo (artículo L. 225-76). Una persona física no puede ejercer

---

<sup>27</sup> La llamada Ley Rixain, sancionada el 24/12/2021, estableció para las grandes empresas, a partir del 1/03/2026, la obligación de tener al menos el 30% de mujeres entre los altos gerentes y el directorio o consejo de administración, porcentaje que se elevará al 40% a partir del 1/03/2029. La ley prevé sanciones pecuniarias en caso de incumplimiento que comenzarán a exigirse a partir del 1/03/2029. Por otro lado, el 23 de noviembre de 2022, se publicó la Directiva (UE) 2022/2381, del Parlamento Europeo y del Consejo, que exige a los estados miembro adoptar normas que permitan una mayor representación de las mujeres en los órganos de administración de las sociedades cotizadas (al menos un 40% de los puestos de consejeros no ejecutivos o el 33% de todos los puestos de consejeros). Estos objetivos deberán cumplirse antes del 30 de junio de 2026. La Directiva deberá trasponerse al derecho interno de los estados miembro a más tardar el 28 de diciembre de 2024.



simultáneamente más de cinco mandatos de miembro de consejo de vigilancia de sociedades anónimas que tengan su sede social en territorio francés, pero no se tendrán en cuenta a estos fines los mandatos en sociedades controladas. Asimismo, los mandatos de miembros del consejo de vigilancia de sociedades cuyos sus títulos no están admitidos a negociación en un mercado regulado y son controladas por una misma sociedad se computarán como un solo mandato, siempre que el número de mandatos ejercidos de esta manera no exceda de cinco (artículo L. 225-77).

El consejo de vigilancia debe elegir de entre sus miembros un presidente y un vicepresidente que son encargados de convocar al consejo y dirigir sus deliberaciones. Deben ser personas físicas (artículo L. 225-81).

En cuanto a su funcionamiento, el artículo L. 225-82 establece que el consejo de vigilancia sólo podrá sesionar válidamente si se encuentra presente al menos la mitad de sus miembros y que, salvo que los estatutos prevean una mayoría más amplia, adoptará sus resoluciones por mayoría simple de sus miembros presentes. En caso de empate, el voto del presidente de la reunión será decisivo, salvo disposición en contrario del estatuto.

Todo asistente a una reunión del directorio o del consejo de vigilancia debe guardar secreto de toda información confidencial a que tenga acceso en dicha reunión o con ocasión de ella (artículo L. 225-92).

El presidente del consejo de vigilancia es el encargado de convocar a sus reuniones. Cualquier miembro del directorio o al menos un tercio de los miembros del consejo de vigilancia puede solicitar también al presidente que se convoque a una reunión de dicho consejo, en cuyo caso dicha convocatoria tendrá lugar no más allá de los quince días de la solicitud. Si no lo hace, la convocatoria puede hacerse directamente por los solicitantes (Parte Reglamentaria del Código de Comercio, artículo R225-45).

El tercer párrafo del artículo L. 225-82 dispone para el consejo de vigilancia la posibilidad de mantener reuniones a distancia en términos idénticos a los señalados para el caso del consejo de administración.

Deben llevarse actas de las reuniones del consejo de vigilancia (Parte Reglamentaria del Código de Comercio, artículo R225-49 y siguientes).

Los artículos L. 225-83 a L. 225-85 y L. 225-90-1 a L.225-91 se refieren a la

remuneración de los miembros del consejo de vigilancia y del directorio en términos similares a los vistos referidos al consejo de administración.

(C) Los comités especializados.

Para las sociedades cotizadas, el artículo L823-19, del Código de Comercio, establece que será obligatoria la constitución de un comité de auditoría, actuando bajo la responsabilidad del órgano de administración o del consejo de vigilancia, según la estructura de la sociedad. Este comité estará encargado de las cuestiones relativas a la elaboración y control de la información contable y financiera. Debe estar compuesto por miembros del órgano de administración o del consejo de vigilancia, en su caso, pero en ningún caso por personas que tengan a cargo la dirección de los asuntos sociales. Al menos uno de ellos debe tener idoneidad en materia financiera o contable y ser independiente conforme a los criterios determinados y publicados por la sociedad.

El Código de Gobierno de Empresa de AFEP-MEDEF (que se mencionará más adelante) recomienda la constitución de un comité de remuneraciones y otro de nominaciones.

Hasta aquí la regulación legal actual del sistema francés de administración de sociedades.

Resulta interesante mencionar que la introducción en Francia en 1966 del sistema dual de administración de sociedades, inspirado en el modelo alemán, fue también un intento de armonizar los distintos ordenamientos jurídicos de la entonces Comunidad Económica Europea. De hecho, la quinta directiva de la C.E.E. de 1972 intentó coordinar las legislaciones de los estados miembros sobre la estructura de las sociedades anónimas, pero encontró una férrea oposición entre el sistema dual obligatorio alemán y los sistemas monistas francés y anglosajón. La introducción de un sistema dual optativo en Francia (y posteriormente en España) fue precisamente un intento de alcanzar una solución de compromiso, aunque la idea de armonizar los derechos societarios europeos fue finalmente abandonada.

¿Qué balance puede hacerse de la introducción del sistema dualista en Francia?

A este respecto debe recordarse que el sistema dualista fue introducido, construido podríamos decir, sobre al sistema francés monista tradicional. Esta introducción se hizo,

sin embargo, de manera opcional. He ahí la clave. La no obligatoriedad del sistema dualista ha hecho que su elección sea minoritaria, incluso marginal, respecto del conjunto de sociedades anónimas francesas. Cuando se analiza el sistema de administración de las sociedades que cotizan en bolsa (en el índice CAC 40, que agrupa a las grandes sociedades), la proporción de ellas que optan por la forma dualista crece en determinados períodos en proporciones significativas (alrededor del 24% al año 2008. A septiembre de 2017, 45%), aunque a la fecha de esta obra se calcula que cerca del 80% de las grandes empresas francesas cotizadas tiene una estructura monista y al menos dos tercios de dichas empresas cuentan con un director general que es, además, el presidente del directorio<sup>28</sup>.

Incluso, si se analiza el camino que las grandes empresas francesas han recorrido, se advierte que, a la par que cierto número de ellas han terminado por elegir el sistema dualista, algunas han recorrido el camino inverso, volviendo al sistema monista. Se han dado casos, además, en que una empresa ha cambiado más de una vez de sistema<sup>29</sup>.

¿Significa esto que el sistema dualista ha fracasado en Francia? Sería muy apresurado afirmar tal cosa. Es claro que, en la legislación francesa actual, si bien se contemplan sólo dos sistemas de administración de sociedades, el monista y el dualista, las combinaciones posibles dentro de cada sistema son muchas y, por ende, se provee una amplia y variada gama de posibilidades.

En realidad, la adopción de uno u otro sistema dependerá de las características de la empresa en un momento dado, de las expectativas de su mercado, de si cotiza o no en bolsa o de su estrategia a largo plazo. Y esto depende también del tipo de personas que se desea que administren la empresa. El sistema dualista ofrece una distribución balanceada del poder interno entre el consejo de vigilancia y el directorio, pero quizás esa misma distribución de poder quita iniciativa y capacidad de reacción a la empresa. Por el contrario, el sistema monista ofrece mayor concentración de la capacidad de decisión, pero al mismo tiempo menos controles internos. A la vez, las características concretas de las personas involucradas también harán preferir un sistema sobre otro.

---

<sup>28</sup> Cfr. Chahid-Nourai, Alexis, “*Responsibilities of the board (supervisory) in France*”, 29 de mayo de 2021, [www.lexology.com](http://www.lexology.com).

<sup>29</sup> Cfr. Coloquio “*La société à directoire...*”, pág. 68.

En suma, se trata de encontrar un balance entre el control de la sociedad por parte de los accionistas y la capacidad para tomar decisiones rápidas y en ambientes cambiantes.

Antes de terminar este análisis del derecho francés vigente en materia de sociedades anónimas, resulta interesante mencionar el desarrollo del movimiento de *corporate governance* en Francia.

(D) Los Informes Vienot I, Vienot II y Bouton.

La aparición en Inglaterra del Informe sobre Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo (o “Informe Cadbury”) en 1992 generó un intenso debate no sólo en su país de origen sino en toda Europa. En particular en Francia, el Informe Cadbury apareció en un momento en que diversos escándalos financieros habían sacudido el ambiente de negocios en ese país. En ese marco, la Asociación Francesa de Empresas Privadas (AFEP) y el Consejo Nacional de Empleadores Franceses (CNPF), ambas entidades privadas compuestas por empresarios, encargaron a un comité de expertos la tarea de precisar los principios de buen funcionamiento y transparencia de las empresas y, con ello, mejorar su gestión y su imagen ante el público en general y ante los inversores en particular.

Esta investigación dio como resultado la publicación en junio de 1995 del Informe sobre el Consejo de Administración de las Sociedades Cotizadas, más conocido como Informe Vienot I (por Marc Vienot, presidente de la AFEP).

Este Informe tuvo como objetivo examinar los principales problemas relativos a la composición, atribuciones y modos de funcionamiento de los consejos de administración de las sociedades anónimas cotizadas.

Entre sus conclusiones merecen destacarse las siguientes:

(i) El consejo de administración de una sociedad cotizada tiene una misión particular en relación con el mercado y, en orden a la máxima transparencia, debe dar su opinión sobre las condiciones de realización de las operaciones con títulos de la sociedad, incluso si la reglamentación no lo exige. En cualquier caso, la misión del consejo tiene como objeto el interés social, de tal manera que *la actuación de los administradores debe estar inspirada en la preocupación por el interés social de la empresa*, que se define como “*el interés superior de la propia persona jurídica, es decir, de la empresa considerada como un agente económico autónomo que persigue sus propios fines*,”

*distintos de los de sus accionistas, asalariados, acreedores (entre los que se encuentra el fisco), proveedores y clientes, pero que corresponde a un interés general común, consistente en garantizar la prosperidad y la continuidad de la sociedad”.*

(ii) El consejo, cualquiera que sea su composición y el origen de sus miembros, *representa colectivamente a la totalidad de los accionistas.*<sup>30</sup> Sin perjuicio de ello, debe interrogarse periódicamente sobre el equilibrio en su composición y *tomar las disposiciones necesarias para asegurar a los accionistas y al mercado que la misión del consejo se cumple con la independencia y objetividad necesarias.* En este sentido, se recomienda que existan por lo menos dos administradores independientes en el consejo.

(iii) El Informe elabora lo que se llama la “carta del administrador” en la que se enumeran sus deberes:

- Tener conciencia de las obligaciones a su cargo.
- Ser consciente de que representa a la totalidad de los accionistas.
- Comunicar al consejo toda situación de conflicto de intereses.
- Dedicar a las tareas del consejo la atención requerida y el tiempo necesario.
- Asistir asiduamente y participar en todas las reuniones del consejo y de los comités a los que pertenezca.
- Informarse.
- Considerarse sujeto a un verdadero secreto profesional.
- Abstenerse de toda operación con información privilegiada.
- El Informe recomienda la creación de al menos un comité de selección de administradores, un comité de remuneraciones y un comité de cuentas, informando a la junta de accionistas de la existencia de los mismos y de sus

---

<sup>30</sup> Adviértase este punto: el consejo de administración representa a los accionistas. Sin embargo, poco antes se habla de “interés social”. No está claro en el Informe el contenido de este interés social, aunque se aclara que es diferente al de los accionistas. ¿Cómo se compagina entonces el hecho de que el consejo represente a los accionistas con el de que se le exija tener en cuenta un interés social diferente al de aquéllos? Este punto provoca cierta confusión.

reuniones.

El Informe Vienot I fue recibido en el momento de su publicación con cierto escepticismo. Sin embargo, se advierte que a la larga muchas sociedades han adoptado sus recomendaciones<sup>31</sup>.

Tres años después de la publicación del Informe Vienot I, la AFEP y la CNPF encargaron nuevamente a un comité especial la actualización de las recomendaciones formuladas en 1995. Se elaboró un nuevo informe, llamado “Informe Vienot II”.

El Informe Vienot II, además de actualizar algunas de las recomendaciones efectuadas por el Informe anterior, agrega algunas otras entre las que se destaca la Recomendación 27:

*“Las sociedades tienen la obligación de proporcionar a sus administradores, si procede, una información previa (a las sesiones del consejo) y permanente (entre sesiones) suficiente, pertinente y de calidad, que les permita ejercer plenamente su mandato. Los administradores tienen la obligación de solicitar la información que consideren necesaria para el cumplimiento de su misión.”*

Nótese la importancia que va asumiendo el manejo de la información en el desempeño de las funciones del órgano de administración, reconociéndose además que dicha información muchas veces puede estar controlada por los accionistas y no por los administradores.

Posteriormente, en septiembre de 2002, fue publicado el Informe del Grupo de Trabajo Presidido por Daniel Bouton, presidente de Société Générale, el Movimiento de Empresas de Francia (MEDEF) y la AFEP, denominado “Informe Bouton”. Sus recomendaciones han sido desarrolladas por equipos de trabajo compuestos por los presidentes de determinadas empresas francesas, a petición de la AFEP y del MEDEF.

En octubre de 2003, los Informes Vienot I, Vienot II y Bouton fueron fusionados con el fin de reunir y ordenar las recomendaciones de los tres informes anteriores en respuesta a la comunicación de la Comisión Europea sobre *corporate governance* y

---

<sup>31</sup> Cfr. Ortiz del Valle, María del Carmen, “La administración delegada de las sociedades anónimas. Estudio del artículo 141 de la ley de sociedades anónimas”, Editorial Universidad de Granada, Granada, 2005, pág. 118.

derecho de sociedades en virtud de la cual se recomienda a los estados miembros que designen un código de referencia que las empresas deban acatar o, en su defecto, explicar las razones por las cuales no lo hagan (principio *comply or explain*).

Debe tenerse presente que estas recomendaciones están elaboradas con respecto a las sociedades que han adherido al sistema monista de administración (consejo de administración), aunque pueden ser de aplicación a las sociedades que hayan adoptado el sistema dualista, con los debidos ajustes.

Luego del Informe Bouton, la AFEP y el MEDEF emitieron en octubre de 2003 un código de gobierno de empresa consolidado el que fue modificado sucesivamente en 2007, 2008, 2010 y 2013. Precisamente en junio de 2013, entre las modificaciones introducidas, estuvo la creación de un Alto Comité de Gobierno de Empresa, encargado de monitorear la aplicación del código y de interpretar sus alcances. A principios de 2014, se confeccionó una guía, revisada en diciembre de ese año, que precisa justamente la interpretación por parte del Alto Comité de los principios del código y proporciona herramientas para su aplicación. La última actualización de este código data de enero de 2020.

En diciembre de 2009 se publicó otro código de buen gobierno, a iniciativa del Instituto Francés del Gobierno de Empresas y de MiddleNext<sup>32</sup>, denominado Código de Gobierno de MiddleNext, destinado especialmente a pequeñas y medianas empresas. Este código, cuya última versión data de Septiembre de 2021, ha sido adoptado por algunas empresas.

## 2.- Conclusiones.

Las sociedades anónimas en Francia siguieron un camino evolutivo marcado por ciertos altibajos. Nacidas al calor de la libertad de organización establecida por la revolución francesa, pronto proliferaron y su falta de regulación y control condujo a diversos escándalos financieros que demostraron la necesidad de normas y controles legales.

El Código de Comercio francés de 1807 marcó una época al reconocer a estos

---

<sup>32</sup> MiddleNext es una asociación profesional privada que nuclea a las pequeñas y medianas empresas que cotizan sus títulos en el mercado francés y europeo.

entes estatus de persona jurídica distinta de los socios y con una limitación de la responsabilidad de aquellos al monto de los capitales aportados, aunque necesitaban contar aún con autorización del estado para funcionar.

En relación con los administradores, se disponía una limitación de su responsabilidad a la ejecución del mandato recibido (se los consideraba mandatarios) y una liberación de responsabilidad por su gestión.

Finalmente, en 1867, Francia eliminó el requisito de la autorización estatal, ante la fuerte competencia de las corporaciones inglesas que gozaban de mayores facilidades para su constitución. No obstante, dicha ley estableció una estructura con una marcada división de poderes entre la asamblea y los administradores, en contraste con las regulaciones inglesas. Ese reparto de poderes produjo un aumento en el poder de los administradores que pasaron de ser simples mandatarios de los socios a ser los encargados exclusivos de la gestión de los asuntos sociales<sup>33</sup>. Sí se mantuvo el requisito de que los administradores fueran accionistas de la sociedad, condición que ya se encontraba en el Código de 1807 y se eliminaría completamente recién en 2008. Inclusive, las acciones detentadas por los administradores operaban como una garantía de su desempeño.

Por lo demás, la ley de 1867 contenía pocos artículos referidos a la estructura y forma de la administración, por lo que ello quedaba para lo que dispusiera el estatuto. En la práctica, los administradores se reunían en un consejo de administración, figura no prevista en la ley. Otras estructuras fueron siendo creadas por la práctica empresarial: el comité de dirección, el administrador delegado y el director general.

Recién en las reformas legislativas de la década de 1940 se crearon formalmente el consejo de administración y el presidente-director general, con una disociación de funciones entre la administración, a cargo del consejo, y la dirección, a cargo del presidente-director general, aunque las normas no especificaban qué se entendía por una y otra.

A partir de allí se sucedió cierto caos normativo, con diversas disposiciones dispersas en numerosas leyes, hasta que, en 1966, y también como respuesta a las

---

<sup>33</sup> Sin embargo, la ley de 1867 siguió considerando formalmente a los administradores como mandatarios.



necesidades de armonización legislativa emergentes de la creación de la Comunidad Económica Europea, se sancionó la ley 537, del 24 de julio de aquel año, complementada por el decreto del 23 de marzo de 1967. Esta normativa dispuso la posibilidad de constituir sociedades anónimas en base a dos formas organizativas, que perduran en la actualidad: el modelo monista, estructurado alrededor del consejo de administración, y el dualista, en torno al consejo de vigilancia y el directorio. Esta última forma de organización fue tomada del derecho alemán, en el que era obligatoria.

En la actualidad, el régimen aplicable a las sociedades anónimas sigue la base de la ley de 1966, aunque con numerosas reformas que han ido dándole mayor eficacia al sistema y una mejor adaptación a los tiempos modernos.

Se mantiene la disociación de funciones entre la administración y la dirección de la sociedad, dejando la elaboración de las políticas generales de la sociedad y la vigilancia y coordinación de la gestión en manos del consejo de administración o del directorio, en su caso, y la aplicación y ejecución de las políticas ya aprobadas, la gestión diaria de los asuntos sociales, en una palabra, al presidente o director general.

Esta separación de funciones implica que será el presidente o director general quien deba suministrar la información necesaria al consejo o directorio para que éste pueda ejercer su rol de control de la gestión (artículo L. 225-35, del Código de Comercio).

Es decir, parecería que se pone a cargo del presidente o director general una mayor carga de responsabilidad en el manejo de la información, aunque naturalmente todo miembro del consejo o directorio puede pedir o buscar por sí mismo cualquier información que estime necesaria o conveniente para cumplir adecuadamente sus deberes, so pena de incurrir en responsabilidad, tema que será abordado en el lugar indicado de esta obra.

Como se vio, tanto en el régimen monista, como en el dualista, la sociedad queda obligada frente a terceros por la actuación del consejo o directorio aun cuando dicha actuación implique actos fuera del objeto social, salvo que el tercero haya conocido esa circunstancia o que no haya podido ignorarla.

Por otro lado, existen diversos informes y cierta documentación que el consejo de administración, en la estructura monista, debe presentar a la asamblea, incluyendo estados contables, informe de gestión, sobre remuneraciones, buen gobierno, etc. En el caso de la

estructura dualista, esa documentación e informes son presentados por el directorio al consejo de vigilancia, el que los presenta a su vez a la asamblea.

En cuanto al gobierno de las sociedades anónimas, Francia no ha estado ajena al movimiento mundial tendiente a mejorar dicho gobierno, el que está allí presente con gran fuerza. Diversas organizaciones han elaborado y publicado recomendaciones de buen gobierno que han sido tenidas en cuenta tanto por la legislación, como por las empresas: transparencia de los actos de los administradores, comités especializados, administradores independientes, transparencia en las remuneraciones, relación entre administradores y accionistas, fortalecimiento de la protección de dichos accionistas, consideración del impacto de las actividades de la sociedad en su entorno (medio ambiente, comunidad, estado, consumidores, trabajadores), representación más diversa en los consejos de administración y directorios, entre otros. Estas regulaciones y recomendaciones impactan naturalmente también en la calidad y cantidad de la información que brindan los administradores tanto hacia afuera de la sociedad (mercados), como hacia su interior (accionistas, trabajadores).

Hoy puede decirse que las sociedades anónimas en Francia gozan de una regulación legal que, a la par que protege fuertemente a los accionistas y trabajadores, permite cierta flexibilidad a los administradores para que puedan tomar decisiones de negocios. Sin embargo, la doble estructura prevista en los textos legales no ha estado exenta de críticas. Parecería que las grandes empresas francesas que cotizan sus títulos en los mercados no terminan de adoptar un sistema determinado, inclinándose a veces por la estructura monista (con un mayor poder en manos de los administradores) y en otras ocasiones por la estructura dualista (con mayor separación de poderes), aunque la tendencia parece ir a favor de la primera de ellas.

Diversas leyes, respondiendo tanto a crisis financieras globales, como a la necesidad de dotar de mayor competitividad a las empresas francesas, han oscilado entre la “modernización” y el aumento de regulaciones. El sistema francés se caracteriza en general por una fuerte regulación legal de las sociedades, especialmente de las cotizadas, lo que, sumado a la fuerte regulación de los mercados, muestra una preocupación en el estado por controlar a las empresas y evitar perjuicios financieros, ambientales o sociales, aunque en esto no resulta demasiado diferente a los regímenes del resto de los países de Europa continental. Ello sin perjuicio de que, como se verá luego, Francia no cuenta aún

con un régimen específico de responsabilidad civil por daños causados en el mercado.

## CAPÍTULO II

### El órgano de administración de las sociedades anónimas en los Estados Unidos

#### 1.- Origen y evolución.<sup>34</sup>

##### (A) Los inicios y el siglo XIX.

Las corporaciones semi-públicas inglesas creadas en el siglo XVII pronto comenzaron a operar también en las colonias americanas de la Corona Británica. Entre ellas se destacaron la *Hudson Bay Company*, una de las pocas autorizadas para comerciar exclusivamente allí. Esta corporación, y otras, tuvieron un rol muy importante en los asentamientos de colonos en ese territorio. Una vez que esas colonias estuvieron relativamente establecidas y empezaron a gozar de cierta organización política en la forma de asambleas coloniales y gobernadores nombrados por la metrópoli, estas instituciones locales empezaron a otorgar sus propias concesiones, siempre bajo la autoridad implícita del Rey de Inglaterra, también como una forma de sostener el reclamo de Inglaterra sobre esos nuevos territorios<sup>35</sup>. Al lado de estas corporaciones autorizadas, existieron algunas pocas compañías no incorporadas organizadas esencialmente para propiciar el establecimiento de nuevos asentamientos coloniales y con fines especulativos<sup>36</sup>.

Con la independencia de las colonias americanas de la Corona Británica, se dio

---

<sup>34</sup> Se hará una explicación más detallada de la evolución del derecho de sociedades en los Estados Unidos dada la importancia de la jurisprudencia y la doctrina de este país en el campo de la responsabilidad civil en los mercados de capitales.

<sup>35</sup> Pace Hamill, Susan, “*From Special Privilege to General Utility: A Continuation of Willard Hurst’s Study of Corporations*”, *American University Law Review*, Vol. 49, No. 1, pág. 89.

<sup>36</sup> Blair, Margaret, “*Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*”, *University of California, Los Angeles (UCLA) Law Review*, Vol. 387 (2003), pág. 415, nota 89.

por entendido que las nuevas autoridades tenían facultades para otorgar concesiones en lugar del Rey de Inglaterra y sus agentes coloniales. Estas facultades pasaron a los estados y a sus legislaturas, herederas directas de las asambleas coloniales, y también al Congreso Federal. Algunos prominentes revolucionarios entendieron que dicho Congreso Federal tenía autoridad para otorgar concesiones<sup>37</sup>.

Hubo diversos intentos de incorporar a la constitución una cláusula que expresamente declara la potestad del congreso federal de otorgar concesiones, pero ello nunca ocurrió<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> De hecho, en 1781, el Congreso otorgó la concesión para la creación del Banco de Norteamérica. Sin embargo, esa autoridad no estuvo exenta de objeciones. La primera constitución producida por la revolución creaba una autoridad confederal muy débil, cuya única institución era el Congreso, sin potestades ejecutivas. De ahí que otros líderes entendieran que carecía de facultades para otorgar concesiones. De hecho, los directores del Banco de Norteamérica buscaron también el otorgamiento de concesiones por parte de los estados, como soporte a la concesión del Congreso Confederal (cfr. Pace Hamill, Susan, “*From Special Privilege...*”, pág. 90).

<sup>38</sup> Igualmente, el congreso federal otorgó algunas concesiones para bancos federales, como el Banco de los Estados Unidos en 1791. Pese a estas concesiones federales, los estados continuaron otorgando concesiones para compañías basadas precisamente en que la constitución federal no establecía la competencia para dichas concesiones. Estos debates, sin embargo, no fueron más allá en parte debido a la poca difusión de las corporaciones en este tiempo. Durante los últimos años del siglo XVIII y los primeros del siglo XIX, muy pocas compañías privadas necesitaron los beneficios de una corporación autorizada estatalmente (cfr. Pace Hamill, Susan, “*From Special Privilege...*”, pág. 91). Durante la época colonial, y aún por unos años después de la revolución, la mayoría de los estadounidenses trabajaba en granjas familiares que producían sólo los bienes necesarios para su propia subsistencia o a lo sumo, en el caso de excedentes, para intercambiarlos por otros bienes. La propiedad individual o la simple asociación proporcionaban formas legales suficientemente satisfactorias para este esquema de producción e incluso para la importación o exportación. Dadas las grandes distancias, el transporte desde o hacia las ciudades portuarias era prohibitivamente oneroso. Esto hacía que la producción de manufacturas fuera mínima y que las operaciones de exportación o importación se desarrollaran sólo en las ciudades costeras. En este panorama económico, no se apreciaban los beneficios de la corporación. De ahí que las asambleas coloniales primero y las legislaturas estatales después sólo otorgaran concesiones para propósitos públicos: municipalidades, instituciones educativas y religiosas, cementerios y organizaciones de caridad. En el momento de la declaración de la independencia, sólo existían en el actual territorio estadounidense siete corporaciones privadas de negocios con concesión estatal (cfr. Davis, Joseph S. “*Essays in the Earlier History of American Corporations*”, *Harvard University Press*, Cambridge, 1917, Vol. 1, pág. 5).

Con el inicio del siglo XIX, las legislaturas estatales comenzaron a otorgar un número importante de concesiones para bancos y proyectos de transporte (canales, construcción de carreteras con peaje, puentes, etc.). Para 1815, existían más de doscientos bancos estatales que jugaron un rol esencial en la provisión de crédito para una economía en rápida expansión, fundamentalmente a través de la emisión de bonos que se utilizaron como medio de intercambio ante la escasez de moneda. Estos proyectos de largo alcance sí necesitaban formas organizacionales que tuvieran la capacidad de acumular grandes cantidades de capital y de sobrevivir a la muerte de sus socios, beneficios típicos de la corporación concesionada estatalmente.

Para el resto de las empresas privadas, incluyendo las de fabricación de manufacturas, la forma organizacional más difundida seguía siendo la simple asociación (*partnership*)<sup>39</sup>.

Sin embargo, la existencia de facultades concurrentes entre los estados y el gobierno federal produjo inevitablemente problemas en la coordinación de grandes proyectos de transporte, especialmente el ferroviario, cuando varios estados estaban involucrados. Esto llevó a que, en 1816, se presentara en el Congreso Federal un proyecto de ley, la llamada *Bonus Bill*, que contemplaba la puesta en marcha de un plan nacional de transporte. El proyecto fue aprobado por un ajustado margen, pero en 1817 el presidente Madison vetó la ley en su totalidad, sobre todo debido a importantes desacuerdos sobre si el Congreso Federal tenía atribuciones constitucionales para financiar el proyecto. De esta manera, la regulación de los grandes proyectos ferroviarios y de caminos continuaron en manos de los estados y, consecuentemente, también la aprobación de sociedades privadas creadas para llevar a cabo dichos proyectos.

Al decir de un autor, si la *Bonus Bill* hubiera sido aprobada, el desarrollo ferroviario y carretero de los Estados Unidos hubiera estado controlado por el Congreso Federal y es muy probable que éste hubiera aprobado innumerables sociedades privadas dedicadas a ese tipo de proyectos, con lo que el desarrollo del Derecho Corporativo

---

<sup>39</sup> Ya desde 1824, en el caso “Gibbons vs. Ogden”, la Suprema Corte de los Estados Unidos, liderada por el juez John Marshall, determinó que la jurisdicción sobre el comercio interestatal era concurrente entre la Nación y los diferentes Estados y no exclusiva de la primera. De esta manera, eliminó toda duda sobre la cuestión y dio a las legislaturas estatales una vía legítima para autorizar corporaciones.

norteamericano pudo haber seguido un camino diferente al actual: el de una regulación federal uniforme<sup>40</sup>.

Como se vio, el concepto de corporación todavía se veía influenciado por la noción clásica inglesa de interés público. Sólo eran personas jurídicas, autorizadas como tales por el estado, las que se organizaban para prestar un servicio de interés general. Los meros proyectos privados no merecían la aprobación estatal<sup>41</sup>. La autorización estatal les

---

<sup>40</sup> Pace, Hamill, Susan, “*From Special Privilege...*”, pág. 97. Sin embargo, la centralización pudo haber tenido también sus desventajas, tornando más lenta y menos eficiente la evolución del Derecho Corporativo, como ocurrió en buena parte del siglo XX en Inglaterra. Paralelamente a estas vicisitudes en torno a las corporaciones autorizadas estatalmente que, como se dijo antes, sólo aparecían en proyectos de gran envergadura, empezaron a surgir, imitando el ejemplo de Inglaterra, otras formas de negocios. En este sentido, los empresarios intentaron alcanzar los beneficios del estatus corporativo a través de arreglos contractuales privados, sin intentar obtener autorización estatal oficial (cfr. Blair, Margaret, “*Locking in Capital...*”, pág. 416). Las organizaciones que formaron eran técnicamente simples asociaciones (*partnerships*) en las que los asociados acordaban colocar los bienes utilizados en el negocio en un fideicomiso controlado por un grupo de fiduciarios y luego podían transferir sus derechos a recibir distribuciones por parte del fideicomiso. De esta forma, se obtenían dos resultados: el capital y los recursos eran anclados en la asociación independientemente de los inversores, que podían variar, a la vez que se conseguía cierta separación entre propiedad y control (recuérdese que en el simple *partnership* los socios no podían transferir sus participaciones, ni tampoco evitar que la salida de un inversor provocara la liquidación de la asociación). Este tipo de organizaciones se utilizó, por ejemplo, en negocios de tierras y en la industria textil. Pero estas organizaciones no carecían de problemas. Los jueces les aplicaban invariablemente las normas sobre *partnerships* que, en aquel tiempo, no eran considerados personas jurídicas independientes. De ahí que los asociados no gozaban de responsabilidad limitada, la entidad no tuviera capacidad legal para detentar derechos de propiedad y, especialmente, que cuando un asociado fallecía y su participación pasaba a sus herederos el ente o, para mejor decir, el arreglo contractual, se deshacía (cfr. Blair, Margaret, “*Locking in Capital...*”, págs. 421 y 422). Téngase presente que, al contrario que en Inglaterra, en donde el derecho corporativo siguió siendo durante muchos años parte del *common law*, desarrollándose a partir del derecho contractual, las asociaciones contractuales y los fideicomisos y estimulando las iniciativas de los particulares, los tribunales norteamericanos fueron reacios, al menos en un principio, a reconocer nuevas formas de organización societaria sin autorización legislativa (*Ibidem*). Ello condujo a que las compañías de propiedad común no autorizadas estatalmente (*unincorporated joint stock companies*) continuaron siendo una forma arriesgada de atraer capital para nuevos proyectos.

<sup>41</sup> Inclusive los tribunales norteamericanos así lo establecieron, como en “*Currie’s Administrators vs. Mutual Assurance Society*”, de 1809, en que la Corte de Apelaciones del Estado de Virginia consideró que otorgar personería jurídica para fines que no se relacionaban con el interés público, era un uso inapropiado de las facultades legislativas del estado (cfr. Blair, Margaret, “*Locking in Capital...*”, pág. 424,

confería el estatus de persona jurídica, con el consiguiente beneficio de detentar derechos de dominio, y ciertos privilegios especiales, como el monopolio de la actividad que realizaban, el libre derecho de paso sobre tierras públicas o incluso la facultad de emitir títulos que se utilizaban como moneda de intercambio.

Sin embargo, esto cambiaría dramáticamente a partir de 1809. En ese año, la legislatura del Estado de Massachussets sancionó una ley general para la incorporación de compañías manufactureras, siendo la primera de ese tipo. En 1811, la legislatura del Estado de Nueva York sancionó una ley similar, detallando con precisión el objeto social (siempre relativo a manufacturas) que podía tener la compañía<sup>42</sup>.

Hacia 1820 la demanda de autorizaciones estatales para compañías crecía rápidamente y los estados concedían esas autorizaciones de manera cada vez más libre. Pennsylvania sancionó una ley general de sociedades en 1836 y en 1837 el Estado de Connecticut sancionó la primera ley general de sociedades que permitía incorporar una sociedad para cualquier objeto lícito<sup>43</sup>.

Durante este período, las leyes estatales, y la concesión de *charters* en la práctica, fueron gradualmente abriendo el panorama de las corporaciones, pasando de aquellas

---

nota 138).

<sup>42</sup> Los historiadores afirman que el motivo principal para la sanción de estas leyes fue el de estimular la producción local de bienes industriales y de esa manera reducir la dependencia sobre los productos importados de Inglaterra.

<sup>43</sup> Además de la razón económica antes apuntada para esta flexibilización, algunos historiadores han alegado que existió también una presión considerable sobre las legislaturas estatales para permitir el acceso irrestricto a la incorporación de sociedades por temor al uso político de los privilegios que normalmente se otorgaban junto con la autorización estatal en el anterior sistema restringido (cfr. Blair, Margaret, “*Locking in Capital...*”, pág. 426). Por su parte, los empresarios buscaron cada vez más esa flexibilización, aun cuando no les otorgara ningún privilegio, por los beneficios que la personería jurídica en sí misma les concedía, especialmente la posibilidad de hacer compromisos de inversión de una manera estable, es decir, de atraer capital en grandes cantidades y “anclarlo” de forma más o menos permanente en un patrimonio separado. La corporación era, pues, la manera más eficiente de atraer capital, más que la propiedad individual o la simple asociación o *partnership*. Pero ello no estuvo exento de críticas. La opinión pública estadounidense era en general reacia hacia las concesiones que otorgaban los estados por los privilegios de que gozaban. De ahí que algunos políticos reclamaran la sanción de leyes que permitieran el acceso a la personería jurídica para cualquiera que cumpliera los requisitos.



cuyo objeto era servir un interés público a las que simplemente desarrollaban negocios industriales privados. A pesar de la ola pública de críticas que recibieron las corporaciones en este tiempo, los desmanejos financieros de muchos bancos estatales y la aparente hostilidad del gobierno federal hacia este tipo de sociedades, la realidad es que la facultad de los estados de otorgar concesiones y aún de legislar sobre el tema se expandió y consolidó<sup>44</sup>.

La sanción de leyes generales sobre corporaciones continuó en diferentes estados durante y después de la Guerra Civil. A lo largo de la década de 1860, catorce estados lo hicieron, llegando a treinta y nueve el número de ellos con tales leyes, de un total de cuarenta y siete a que ascendían los estados de la Unión en ese tiempo. Para 1875, fueron cuarenta y cuatro, de cuarenta y siete. El resto lo haría durante los primeros años del siglo XX.

La mayoría de esas leyes permitían la organización de corporaciones para “cualquier propósito legal”, con algunas excepciones, especialmente infraestructura de ferrocarriles, bancos y compañías de seguro, que se regían por leyes especiales. Por otro lado, dichas normas contenían una serie de restricciones para las sociedades, tales como, topes máximos de capital o bienes, tipos de acciones que podían ser emitidas, derechos de voto, dividendos, prohibición de constituir *holding companies* (es decir, sociedades cuyo único objeto fuese ser tenedoras de acciones en otras sociedades) y obligaciones de brindar información.

La Guerra Civil dio gran impulso a la revolución industrial en los Estados Unidos y ello motivó, durante los años de la reconstrucción del país, un aumento en la intervención federal en materia económica. Esta intervención se materializó también en el creciente papel del Congreso Federal en la autorización para la constitución de sociedades destinadas a los ferrocarriles, la navegación, la electricidad, las comunicaciones telegráficas, incluyendo la creación de varios bancos nacionales cuyo

---

<sup>44</sup> Incluso la Corte Suprema de Justicia Federal, liderada por Roger Taney, nombrado por Andrew Jackson en 1836, si bien no tuvo oportunidad de opinar sobre el tema específicamente, sí restringió la interpretación de la Constitución Federal, en comparación con la Corte anterior, recortando aún más las facultades del Congreso Federal. Indudablemente, si el caso hubiera llegado a su estudio, hubiera convalidado la facultad de los estados de legislar sobre las corporaciones y otorgar personería jurídica (Pace Hamill, Susan, “*From Special Privilege...*”, pág. 104).

papel fue decisivo en la estabilización de la moneda norteamericana luego de la guerra<sup>45</sup>.

Esta mayor intervención federal en cuestiones económicas, sin embargo, no incluyó la constitución de sociedades. Para 1875, ese espíritu intervencionista estaba ya en declinación y probablemente haya sido la última chance de un cambio en la balanza de poder entre los estados y el gobierno federal en punto a esa cuestión<sup>46</sup>. A esa declinación, contribuyó sin dudas la grave crisis económica de 1873 que demostró las falencias de la intervención estatal que incluso interrumpió el incipiente desarrollo industrial de los estados del sur norteamericano, retrotrayéndolo a sus prácticas agrarias de preguerra.

Así, por el resto del siglo XIX y los comienzos del siglo XX, el número de sociedades creció exponencialmente, siendo los estados la única autoridad de control sobre ellas. Incluso en los últimos años del siglo XIX, varias legislaturas estatales eliminaron algunas de las restricciones que pesaban sobre las sociedades, especialmente la de constituir sociedades holding, pionera de lo cual fue la ley de sociedades del estado de Nueva Jersey, en 1893. Esto convirtió a Nueva Jersey en el estado más buscado por los empresarios para constituir sociedades y desencadenó una verdadera competencia entre estados para ver quién sancionaba la ley más liberal y atractiva. Hacia fines de la década de 1920, Delaware se había convertido en el estado “estrella” en ese sentido y para fines de la década siguiente la mayoría de los estados habían sancionado leyes flexibles de sociedades. Esta ola de leyes liberales provocó, a lo largo de la primera mitad del siglo XX, varios intentos por parte del gobierno federal de sancionar leyes federales que exigieran una autorización federal para constituir sociedades, todos los cuales fracasaron<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> Ídem, pág. 108.

<sup>46</sup> Ídem, pág. 113.

<sup>47</sup> Pese a que, para 1875, la gran mayoría de los estados habían sancionado leyes generales de sociedades, muchos de ellos continuaron teniendo abierta la posibilidad de constituir sociedades mediante especial concesión de la legislatura, lo que incluía generalmente privilegios especiales, tales como, monopolios comerciales, exenciones impositivas o requisitos más flexibles, como la ausencia de deberes de información, que sí existían en las leyes generales de sociedades. Esto se debió a que, para prohibir la concesión de privilegios especiales por parte de las legislaturas, era necesaria una reforma constitucional expresa, lo que algunos estados hicieron, pero la mayoría no. De todas formas, gradualmente esas reformas

Aun cuando muchas legislaturas estatales siguieron emitiendo concesiones especiales, en convivencia con leyes generales de sociedades, muchas de ellas se centraron en determinados sectores, como ferrocarriles, bancos y compañías de seguro. No obstante, el creciente control ejercido por el gobierno federal durante la primera mitad del siglo XX fue restringiendo cada vez más esta posibilidad<sup>48</sup>.

Como se advierte de la evolución de la corporación norteamericana desde sus inicios hasta las primeras décadas del siglo XX, que sumariamente hemos descrito, los principales problemas del derecho corporativo de ese país se centraron en el problema jurisdiccional, más que en otros aspectos. Sin embargo, paralelamente a la gradual transformación de un sistema de concesión estatal a la sanción de leyes generales de sociedades, las propias características de la regulación sobre las corporaciones fueron evolucionando hacia un modelo cada vez más flexible. Esta flexibilización naturalmente acompañó el crecimiento económico de los Estados Unidos y la proliferación de grandes corporaciones, que concentraron importantes masas de capital. El debate, siempre latente, sobre la conveniencia o no de este sistema, no dejaba de escucharse en los primeros años del siglo XX<sup>49</sup>.

---

de las constituciones estatales fueron llevándose a cabo durante el siglo XX, en un proceso que en algunos casos llevó más de cincuenta años.

<sup>48</sup> Con la *Transportation Act*, de 1920, se creó un sistema nacional de ferrocarriles que virtualmente eliminó toda competencia estatal en la materia. En cuanto al sector bancario, a partir de la sanción de la *Federal Reserve Act*, de 1913, se inició un período de regulaciones federales en esta materia que culminaría, luego de la crisis de 1929, con la sanción de la *Banking Act*, de 1935, que obligó a los bancos a cumplir estrictos requisitos, reduciendo sustancialmente la competencia estatal en materia bancaria. Tan sólo el sector de seguros permaneció, hasta el día de hoy, libre de regulaciones federales, manteniendo los diversos estados su competencia en la materia. De esta manera, las compañías de seguros continuaron gozando de concesiones especiales de las legislaturas estatales, en vez de regularse por las leyes generales de sociedades (cfr. Pace Hamill, Susan, “*From Special Privilege...*”, pág. 159).

<sup>49</sup> Así, hubo quienes aseguraron que la corporación de responsabilidad limitada era el descubrimiento más importante de los tiempos modernos (palabras del presidente de la Universidad de Columbia, Nicholas Murray Butler, en 1911), como también quienes no dejaron de expresar sus temores de que el sistema imperante permitiera la existencia de grandes corporaciones con grandes capitales sin responsabilidad o control alguno (Woodrow Wilson, futuro presidente de los Estados Unidos, en un discurso en 1910) (citado en Pace Hamill, Susan, “*From special privilege...*”, pág. 159).

La gran crisis de 1929 provocó la sanción de las leyes federales de Valores de 1933 y de Mercados de Valores de 1934. A pesar de ello, los diferentes estados siguieron teniendo jurisdicción para regular muchos aspectos estrictamente societarios, lo que llevó a la actual estructura dual de regulaciones societarias en los Estados Unidos: la federal y la estadual.

(B) Los administradores. Sus inicios.

En relación con la constitución y funcionamiento del órgano de administración de la corporación, la evolución fue rápidamente hacia la separación de la propiedad del control. En este sentido, muchos estatutos antiguos<sup>50</sup> establecían que la administración de la sociedad debía estar en manos de un grupo de personas que, al menos formalmente, debía ser diferente de los aportantes del capital. Esto resultaba un beneficio importante respecto de otras formas asociativas, tales como el *partnership*, en la que se requería la decisión unánime de los miembros para muchas decisiones importantes.

Pero este no fue el único avance importante. El hecho de asignar la administración de la sociedad a un grupo de personas distinto de los accionistas cumplía otra función: la de restringir el control que otros individuos, como el presidente o un inversor importante, podrían tener de no existir este esquema. En otras palabras, y desde el punto de vista de la asignación de recursos, el mecanismo de atribuir el proceso de decisiones cotidiano de la sociedad a un grupo relativamente pequeño de personas, permitía asegurar a todos los participantes del emprendimiento que ningún inversor sería capaz legalmente de retirar bienes de la empresa, una vez que otros participantes se hubieran comprometido a realizar aportes y que los administradores activos no estarían autorizados a utilizar dichos bienes para su beneficio personal. Esto hacía más creíble y atractiva la perspectiva de cooperar con otras personas en las inversiones a efectuarse en la empresa<sup>51</sup>.

Estos directorios “primitivos” tenían muchas de las características actuales, es decir, estaban reconocidos legalmente como órganos independientes<sup>52</sup> y debían actuar además de manera colectiva.

---

<sup>50</sup> Algunos incluso desde fines del siglo XVIII.

<sup>51</sup> Blair, Margaret, “*Locking-in Capital...*”, pág. 434.

<sup>52</sup> No eran meros agentes o mandatarios de los accionistas.

En cuanto al proceso de selección de directores, a principios del siglo XIX ya los estatutos preveían en general que su elección debía efectuarse por el voto de la mayoría o de dos tercios de los accionistas, teniendo cada accionista derecho a un voto. Hacia fines del mencionado siglo, sin embargo, se hizo más frecuente que cada acción recibiera un voto, lo que otorgó naturalmente mayor poder a los grandes inversores<sup>53</sup>.

No obstante esta formal separación entre directorio y accionistas, los directores de las corporaciones del siglo XIX eran normalmente elegidos entre éstos últimos. Sin embargo, aparentemente las personas elegidas intentaron cumplir su rol legal diferenciándose de los accionistas y de esta manera procuraron mediar en los conflictos de intereses sobre todo entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios. Este rol de mediación se volvió probablemente más importante con el tiempo, especialmente cuando paulatinamente el número de accionistas / inversores creció al punto de que era imposible que todos se conocieran personalmente, más tratándose de sociedades abiertas.

(C) La limitación de responsabilidad de los socios.

Otro aspecto importante de la evolución societaria en los Estados Unidos fue la cuestión de la responsabilidad limitada. Muchos historiadores del derecho en ese país han postulado que el principal factor que impulsó el crecimiento de la corporación en el siglo XIX frente a otras formas organizativas de negocios fue precisamente la responsabilidad limitada de sus accionistas.

Sin embargo, existe evidencia aportada por otros autores que cuestionan dicha afirmación<sup>54</sup>. Esta evidencia mostraría una realidad diferente. La mayoría de los estatutos de la primera mitad del siglo XIX no asumían la existencia de una limitación en la responsabilidad de los accionistas y desde luego ésta no estaba tampoco prevista en las primeras leyes generales de sociedades que se dictaron. Al contrario, muchos de esos estatutos<sup>55</sup> específicamente establecían la responsabilidad ilimitada. Algunas leyes generales de sociedades sólo adoptaron la responsabilidad limitada de los accionistas

---

<sup>53</sup> Esto daría lugar a la posible existencia de accionistas minoritarios vulnerados en sus derechos, lo que, a su vez, daría lugar a normas para protegerlos.

<sup>54</sup> Blair, Margaret, "*Locking-in Capital...*", pág. 437.

<sup>55</sup> Incluso algunas leyes de sociedades establecían específicamente la responsabilidad ilimitada, como la del estado de Massachusetts, de 1809.

hasta bien entrado el siglo XX<sup>56</sup>.

A pesar de esa incertidumbre en la responsabilidad, la corporación tuvo un relativo éxito en las primeras décadas del siglo XIX, probablemente atraída por los otros factores antes mencionados: centralización de la administración, capacidad de detentar bienes en nombre de la sociedad y capacidad para perdurar más allá de la vida de las personas físicas que la conformaban.

Gradualmente, sin embargo, la responsabilidad limitada fue imponiéndose en muchos estados, dando así un impulso aún mayor a esta forma organizativa<sup>57</sup>.

(D) Del siglo XX a nuestros días. Las sociedades cotizadas.

Como se dijo antes, la situación entre 1820 y el final de la Guerra Civil en los Estados Unidos mostraba la proliferación de corporaciones con fines de lucro, registradas al amparo de leyes estatales de sociedades, con mínima intervención del estado y cuyos accionistas eran relativamente reducidos en número. Pocas corporaciones antes de 1865 requerían cantidades importantes de capital y la mayoría eran empresas pequeñas y con su capital cerrado al mercado<sup>58</sup>.

Este estado de cosas empezó a cambiar con el advenimiento de los ferrocarriles, seguido por las compañías de acero y petróleo. Con el surgimiento de estas grandes empresas se empezó a necesitar capital a gran escala y entre 1865 y la década de 1890 las grandes corporaciones administradas por funcionarios profesionales que no eran accionistas, con su capital abierto al mercado y altamente disperso pasaron a ser lo común. A esto le siguió, entre 1890 y 1906, una ola de concentraciones que dejaron importantes áreas de negocios dominadas por monopolios manejados por los llamados “*robber*

---

<sup>56</sup> Por ejemplo, el estado de California, que lo hizo recién en 1931.

<sup>57</sup> No siempre esa limitación fue total. En muchos estados, existía la responsabilidad limitada, aunque los accionistas eran responsables en la proporción del capital comprometido, pero no efectivamente aportado.

<sup>58</sup> Esto permitió, por ejemplo, que el impuesto al ingreso de sociedades establecido con ocasión de la contienda civil pudiera ser recaudado directamente de los accionistas (cfr. Avi-Yonah, Reuven, “*The Cyclical Transformations of the Corporate Form: A Historical Perspective on Corporate Social Responsibility*”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30, No. 3, pág. 793).

*barons*”<sup>59</sup>. Este movimiento de consolidación empresaria no se hizo sin que muchas empresas fueran absorbidas, destruidas o arruinadas y desembocaron finalmente en la crisis de 1929<sup>60</sup>.

La investigación posterior al colapso de los mercados en aquél fatídico martes negro reveló abusos corporativos y una filosofía de administración completamente despreocupada por la comunidad, en el marco de un fuerte individualismo, que sólo buscaba el enriquecimiento personal<sup>61</sup>.

Muchos eminentes abogados progresistas, incluyendo al célebre Adolf Berle, condenaron vigorosamente la autoridad descontrolada que los administradores de sociedades ejercían sobre los accionistas-inversores. Precisamente en 1932 ve la luz la famosa obra de Gardiner Means y el mismo Berle, “*The modern Corporation and Private Property*” (“La corporación moderna y la propiedad privada”<sup>62</sup>), que describía el fenómeno de la separación entre propiedad y control en las grandes corporaciones y revolucionó el pensamiento societario norteamericano. Significativamente, estos autores

---

<sup>59</sup> Literalmente “barones del robo”. La expresión refería originalmente a señores feudales medievales que robaban barcos mercantes en el río Rin. En 1859 comenzó a utilizarse para referirse a grandes empresarios monopólicos e inescrupulosos.

<sup>60</sup> Cfr. Sullivan, Daniel P. y Conlon, Donald E., “*Crisis and Transition in Corporate Governance Paradigms: The Role of the Chancery Court of Delaware*”, *Law and Society Review*, Vol. 31, No. 4, pág. 8.

<sup>61</sup> Interesante a este respecto es lo que comentaba el entonces presidente de la *Securities and Exchange Commission*, William Douglas, en 1940: “*El transporte, las manufacturas, la distribución de productos y la inversión pasaron de ser procesos económicos esenciales en una sociedad a ser meros medios de obtener dinero por parte de aquellos que los controlaban. Por ello, una de las principales características de ese proceso fue su inhumanidad y su desprecio por los valores sociales y humanos.*”; citado por Sullivan Daniel P. y Conlon, Donald, E., “*Crisis and Transition...*”, pág. 8. Pero ya antes del gran *crack* de 1929, las autoridades se mostraban preocupadas por la situación. El gran escándalo financiero protagonizado en 1905 por la New York Life Insurance llevó a la creación de comisiones investigadoras que entre 1912 y 1913 descubrieron que las malas prácticas en la administración de las grandes corporaciones que cotizaban en los mercados se encontraban ampliamente difundidas (cfr. Winkler, Adam, “*Corporate Law or the Law of Business?: Stakeholders and Corporate Governance at the End of History*”, *Law and Contemporary Problems Journal*, Vol. 67, 2004, pág. 113).

<sup>62</sup> Transaction Publishers, Nueva York.

comentaban que los accionistas-inversores no eran los únicos perjudicados por las prácticas corruptas de las grandes corporaciones. Los trabajadores que perdían sus empleos o los consumidores que se veían privados del acceso a diversos bienes también resultaban dañados. Comunidades enteras podían caer en la ruina, mientras que otras prosperaban. Frente a esto, Berle y Means sostuvieron, por primera vez, que, dado que la empresa es la reunión del trabajo, el capital y el consumo, ello hacía nacer, en cabeza de quienes las controlaban, nuevas responsabilidades hacia los accionistas, los trabajadores, los consumidores, la sociedad y el mismo estado. Los autores concluían que era necesaria una reforma de las leyes de sociedades para reorientar los deberes de los administradores sociales hacia la promoción del interés público.

Otros, temiendo una excesiva intervención estatal en la economía, preferían la sanción de normas que previnieran los abusos de las empresas. Una clave para esto era, de acuerdo con Louis Brandeis<sup>63</sup>, la transparencia: las corporaciones debían informar sus transacciones financieras al mercado. La transparencia ayudaría a los accionistas, pero también a la opinión pública, a ejercer presión sobre las corporaciones.

Otro importante teórico del derecho, Felix Frankfurter, responsable de supervisar la sanción de la Ley de Valores de 1933, se inspiró en las opiniones de Brandeis y promovió, en dicha ley, la información a los mercados como forma de desalentar el fraude y permitir un control social sobre las actividades empresarias<sup>64</sup>. El proceso de sanción de la Ley de Valores de 1933 y de su compañera, la Ley de Mercados de Valores de 1934

---

<sup>63</sup> Brandeis fue miembro de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos. A principios del siglo XX escribió una serie de artículos en *Harper's Weekly*, luego recogidos en "*Other People's Money and How the Bankers Use It*", Nueva York, 1914.

<sup>64</sup> Winkler, Adam, "*Corporate Law...*", pág. 114. No faltaron quienes percibieron la sanción de estas leyes como hostiles hacia las grandes empresas, su aparición supuso legitimar el accionar de aquéllas, reduciendo los riesgos para el público inversor y, de esa manera, haciendo más fluido el traspaso de capital de los individuos a las empresas a través de mercados transparentes y confiables. Para muchos de los reformadores, las grandes empresas no eran perversas en sí mismas, pero la concentración de poder económico de sus administradores debía ser disciplinado por los accionistas en beneficio de otros participantes, como los trabajadores y los consumidores. Como resultado, las grandes corporaciones no vieron inhibido su crecimiento y, por el contrario, los mercados de capitales se volvieron más transparentes, la información suministrada por las empresas se hizo menos equívoca y errónea y la actividad económica en general se hizo más estable para trabajadores, consumidores y acreedores.



refleja estas preocupaciones. Los administradores societarios debían actuar como representantes de los inversores, un principio derivado de la legislación estadual sobre los deberes fiduciarios de dichos administradores, pero ahora incluido en las regulaciones federales. Naturalmente, se pensaba que toda la sociedad se vería beneficiada por estos límites impuestos desde afuera a la actuación de las corporaciones.

Sin embargo, la administración Roosevelt, durante el llamado *New Deal*, se preocupó también específicamente de esos otros participantes. Los consumidores se vieron protegidos por la creación de la Comisión de Comercio Federal, que garantizaba una competencia comercial justa y los trabajadores fueron beneficiados por la sanción de la Ley Nacional de Relaciones Laborales de 1935, que les reconoció por vez primera el derecho federal a agruparse en sindicatos y a negociar colectivamente condiciones de trabajo.

Se advierte así una tendencia a revertir la tradicional concepción norteamericana de la corporación como una mera propiedad privada de los accionistas hacia la idea de una responsabilidad ampliada hacia otros participantes. Sin embargo, estas regulaciones no formaron parte estrictamente hablando del Derecho de las Corporaciones y dicha inclusión siguió siendo motivo de arduo debate doctrinario<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> El más famoso de estos debates fue ciertamente el que enfrentó al ya mencionado Adolf Berle con Edwin Merrick Dodd. Como ya se dijo, Berle había publicado en 1932, junto con Gardiner Means, la célebre obra "*The Modern Corporation and Private Property*" que propuso un modelo de gobierno y administración de corporaciones públicas, esto es, abiertas al mercado, que dominó el campo teórico del derecho americano en la materia por varias décadas. Merrick Dodd propuso extender los deberes fiduciarios de los administradores para proteger los intereses y necesidades de toda la sociedad y no sólo de los accionistas. La corporación estaba llamada así a adoptar políticas que beneficiaran a empleados, consumidores y a la comunidad en general, aún a costa de los beneficios económicos (cfr. Merrick Dodd, Edwin, "*For whom are Corporate Managers Trustees?*", Harvard Law Review, Vol. 45 (1932), pág. 1154). Ciertamente una visión revolucionaria para la época y que aún hoy pugna por imponerse en los Estados Unidos. Por su parte, Berle, pese a que se mostraba de acuerdo con Merrick Dodd en los objetivos, esto es, delinear un derecho corporativo que contemplara los intereses de otros participantes en la empresa, sostuvo que, en virtud del derecho vigente, la corporación comercial existe por el sólo propósito de generar beneficios económicos para sus accionistas. Las corporaciones, de acuerdo a esta idea, son sólo vehículos de inversión administrados en el exclusivo interés de los accionistas-inversores (cfr. Berle Jr., Adolf, "*Corporate Powers as Powers in Trust*", Harvard Law Review, Vol. 44 (1931), pág. 1367). Una visión que a primera vista puede parecer conservadora, y así se la ha calificado, pero que en realidad buscaba poner

La crisis de 1929 no significó, sin embargo, un cambio abrupto en el modo en que eran administradas las sociedades en los Estados Unidos.

En efecto, en la ley de corporaciones del estado de Delaware, que ya se iba consolidando como la ley modelo en materia societaria para todo Estados Unidos, la fijación de la estructura primaria de administración se dejaba en manos de los accionistas, a través de los estatutos. Incluso los administradores podían establecer comités y delegar tareas administrativas en ellos. La ley acordaba efectos vinculantes a las decisiones de los comités pero iba aún más allá y permitía que los accionistas delegaran en los directores la modificación del reglamento de la sociedad, aunque no de los estatutos<sup>66</sup>.

Los accionistas retenían, sin embargo, derechos de control indirecto sobre los directores, mediante la facultad de designarlos y removerlos, pero en 1927 se introdujo una modificación en la ley del estado de Delaware que autorizó a los administradores a

---

un freno a la discrecionalidad de los administradores societarios, que tan malos resultados había dado como evidenció el *crack* de 1929, poniendo el acento en el poder de los accionistas. Esta línea doctrinaria tenía hondas raíces en el derecho americano. Ya la Corte Suprema del Estado de Michigan, en el famoso fallo “Dodge v. Ford Motor Co.”, de 1919, había consagrado el principio de la maximización de los beneficios a favor de los accionistas (en el fallo, la Corte criticó la política comercial de Henry Ford destinada a beneficiar a la gente en general mediante una baja de precios y la fabricación de automóviles accesibles a grandes sectores del público. La decisión sostuvo que la corporación comercial está organizada principalmente para el beneficio de los accionistas y que las facultades de los directores debían estar empleadas a tal fin. Aunque era potestad del directorio la elección de los medios para alcanzar tal fin, sus deberes fiduciarios exigían que trabajaran para beneficio de los accionistas y no de los empleados o de la comunidad en general). Eventualmente esta visión predominó a lo largo del siglo XX, aun cuando las empresas americanas fueran incorporando (lentamente al principio y más rápidamente desde hace algún tiempo) acciones de responsabilidad social, incluyendo la protección del medio ambiente o el desarrollo de programas de asistencia social o a la comunidad. Pero incluso estas acciones sociales encuentran su límite en el principio de la primacía de los accionistas.

<sup>66</sup> Aquí debe tenerse presente la distinción en los Estados Unidos entre *corporate charter*, también llamados *articles of incorporation* o *certificate of incorporation* y *bylaws*. El primero es el instrumento que se registra y que da nacimiento a la corporación, conteniendo los elementos esenciales: nombre, objeto, duración, sede y derechos que confieren las acciones. Podría entenderse como un equivalente a nuestra acta constitutiva. Los *bylaws*, por el contrario, no requieren registración y contienen el resto de las normas por las que se rige la vida de la corporación: administración, asambleas, derechos de los accionistas y de los directores, etc. He traducido los primeros como estatutos y los segundos como reglamento, aunque lógicamente tales nociones no sean completamente equivalentes.

llenar las vacantes que se produjeran en el directorio. Los accionistas podían, empero, impedir este mecanismo mediante el pedido al directorio para que convoque a una asamblea extraordinaria.

En 1967 Delaware reforzó el poder del directorio permitiendo a aquellos de sus miembros que hubieran sido designados por el mismo órgano de administración a mantenerse en sus funciones no sólo hasta la próxima asamblea anual sino incluso, en caso de directores elegidos por clases, tanto tiempo como se mantenga la clase a la que pertenece<sup>67</sup>.

(i) La responsabilidad de los administradores. La doctrina del *ultra vires*.

En relación con la responsabilidad de administradores y socios su tratamiento también era dejado por las leyes societarias de los diversos estados norteamericanos a lo que se decidiera en los estatutos.

No obstante el amplio y flexible marco legal, fue la jurisprudencia la que empezó muy tempranamente a limitar la actuación de los administradores. Uno de los medios utilizados fue la llamada doctrina del *ultra vires*. Esta expresión latina, que podría traducirse como “más allá de las facultades”, hace referencia a la capacidad de la sociedad de actuar a través de sus administradores, capacidad que está delimitada por el objeto social. Cualquier acto fuera de dicho objeto social podía ser declarado nulo.

El principio nació originalmente en Inglaterra<sup>68</sup> como una acción judicial tendiente a permitir a los accionistas o a terceros contratantes con la sociedad solicitar la anulación de actos societarios realizados fuera del objeto social autorizado, o incluso prevenir la realización de dichos actos.

Pronto fue recepcionado por los tribunales de los Estados Unidos. Para 1891, se

---

<sup>67</sup> Estas disposiciones legales permitían al directorio perpetuar su dominio sobre la sociedad con escaso control accionario (cfr. Pistor, Katharina, Keinam, Yoram, Kleinheisterkamp, Jan y West, Mark, “*The Evolution of Corporate Law. A Cross-Country Comparison*”, The University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, Vol. 23, Diario No. 4, pág. 20).

<sup>68</sup> Existen precedentes judiciales en ese país ya desde 1846, siendo el *leading case* en la materia la causa “*Ashbury Railway Carriage & Iron Co. v. Richie*”, fallado en 1875 por la Cámara de los Lores.

encontraba bien delineado por la Corte Suprema de aquel país<sup>69</sup>. Durante las primeras décadas del siglo XX, eran comunes las demandas judiciales con fundamento en la aludida regla que pretendían la limitación de las actividades de las empresas. Las decisiones judiciales podían llegar hasta la disolución de oficio de la sociedad<sup>70</sup>.

Sin embargo, ya desde 1886 las restricciones sobre las compañías empezaron a ser flexibilizadas. Primero por la jurisprudencia<sup>71</sup> y luego también por reformas en las leyes societarias de algunos estados.

La doctrina del *ultra vires* empezó a ser limitada por los jueces por el abuso que se generó cuando muchas compañías pretendieron por ese medio evitar obligaciones contractuales. De ahí que muchas leyes societarias fueran también reformadas para otorgar a las compañías amplias facultades.

De lo expuesto se advierte que, si bien en un principio la regla del *ultra vires* pudo ser utilizada como mecanismo de control de la labor de los directores por parte de los accionistas, su flexibilización posterior relativizó su uso.

En realidad, ese abandono de la regla del *ultra vires* también se acentuó cuando la doctrina y la jurisprudencia norteamericanas empezaron a cambiar la forma de ver la sociedad comercial. Durante las últimas décadas del siglo XIX y las primeras del siglo XX, los jueces empezaron a cambiar su conceptualización de la sociedad, pasando de verla como una creación artificial del estado a la idea de que existía naturalmente como consecuencia de un nexo de contratos destinados a proteger los intereses de los accionistas.

---

<sup>69</sup> De ese año es el caso “Cent. Transp. Co. v. Pullman's Palace Co.”, de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, pionero en la materia.

<sup>70</sup> Sulkowski, Adam J., “*Ultra Vires Statutes: Alive, Kicking and a Means of Circumventing the Scalia Standing Gauntlet in Environmental Litigation*”, *Journal of Environmental Law and Litigation*, Vol. 14 (2009), pág. 98.

<sup>71</sup> De 1886 es el precedente “Santa Clara County vs. Southern Pacific Railroad Co.”, fallado por la Suprema Corte de los Estados Unidos, que dio lugar a un intenso debate doctrinario sobre si se podía entender que las sociedades eran personas en el sentido establecido en la Constitución Federal y, por lo tanto, con los mismos derechos que una persona física. Este debate excede naturalmente el marco de este trabajo. Para un análisis de este tema puede verse Krannich, Jess, “*The Corporate 'Person': A new analytical approach to a flawed method of constitutional interpretation*”, *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 37, 2005, 61-109.

Esta doctrina de la primacía del socio fue dando lugar a la concepción correlativa de los deberes fiduciarios de los administradores hacia los accionistas, que constituía una mucho más eficaz protección de los intereses de éstos que la regla del *ultra vires*<sup>72</sup>. Las crisis de inicios del siglo XX, y especialmente la de 1929, no hicieron más que acentuar esta tendencia que hacia 1939 se encontraba firmemente establecida<sup>73</sup>.

A la doctrina de la primacía de los accionistas, se sumó la elaboración por los jueces de la denominada *business judgment rule*, que podría traducirse como regla de la discrecionalidad comercial o de negocios, mediante la cual se ponen fuera de la revisión judicial las decisiones de negocios tomadas por los directores dentro de sus atribuciones legales y corporativas<sup>74</sup>.

Este cuerpo de doctrina judicial, sumado a la posibilidad otorgada a los accionistas de demandar a los directores en nombre de la sociedad, denominadas en inglés *derivative actions* y que en nuestro medio llamamos acciones sociales, conformó un mecanismo de protección de los accionistas lo suficientemente sólido como para contrabalancear la creciente flexibilidad legislativa en la materia<sup>75</sup>. Eso hizo que las demandas judiciales basadas en la regla del *ultra vires* fueran cada vez menos frecuentes<sup>76</sup>.

(ii) La regulación federal.

Este control judicial, necesariamente *ex post facto*, no resultaba sin embargo suficiente. La magnitud de las crisis económicas de las primeras dos décadas del siglo XX reclamaba medidas que permitieran algún grado de control previo a los hechos. Es así que los Estados Unidos se convirtió en uno de los primeros países en sancionar un marco regulatorio federal completo en materia de sociedades cotizadas con la ya

---

<sup>72</sup> Cfr. Sulkowski, Adam, J., “*Ultra Vires Statutes...*”, pág. 100).

<sup>73</sup> El *leading case* en esta materia es “*Guth vs. Loft*”, decidido por la Corte del Estado de Delaware en 1939.

<sup>74</sup> El análisis pormenorizado de esta regla se realizará más adelante.

<sup>75</sup> Un factor que incidió de manera no menor en esta creciente flexibilización legislativa fue la competencia que se desató entre estados para crear los mejores ámbitos para la radicación de sociedades.

<sup>76</sup> Ello no implica que hayan desaparecido. Numerosos pronunciamientos judiciales testimonian que los tribunales norteamericanos continúan dando curso a acciones de este tipo, aunque ya no como forma de controlar a los directores.

mencionada sanción de las leyes de 1933 (Ley de Valores) y de 1934 (Ley de Mercados de Valores), junto con la creación de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) o Comisión de Valores y Mercados, órgano estatal de aplicación y supervisión. Este marco federal había sido precedido en 1913 por la sanción de numerosas leyes estatales en la materia, las denominadas *blue sky laws*, que no perdieron vigencia luego de la sanción de la normativa federal (que en rigor regula el tráfico interestatal en valores), conformando un cuerpo de normas complejo en su aplicación y fuertemente restrictivo.

Las mencionadas leyes estatales se estructuraron alrededor de la noción de oportunidad o conveniencia como barrera de ingreso a los mercados, facultando a las agencias estatales de aplicación a rechazar cualquier solicitud de ingreso al mercado que no ofrezca valores a un precio justo (a criterio de dicha agencia).

Las leyes federales, por el contrario, se centran en el requisito de la información a los mercados. En general no interfieren con la estructura de la sociedad emisora, ni con los derechos de accionistas y directores. Su propósito principal es asegurarse que todos los participantes en la emisión y el público en general estén adecuadamente informados para tomar decisiones racionales, pero dejando a su criterio los méritos comerciales de la inversión<sup>77</sup>.

Con anterioridad a la sanción de estas normas federales, las leyes societarias estatales ya exigían el suministro de información a los accionistas bajo la forma de estados contables anuales. La novedad del marco regulatorio federal fue la extensión de los derechos de información al público en general y la creación de un nuevo organismo federal de control y supervisión con potestad de imponer sanciones.

Este sistema basado en el suministro de información al mercado por parte de las sociedades no estuvo exento de críticas, pero en general existe evidencia empírica que demostraría que un régimen de fuerte exigencia informativa tiene un impacto positivo en el desarrollo de los mercados<sup>78</sup>. Existe también importante evidencia de que, en el pasado, las sociedades comerciales continuaron emigrando hacia sistemas de fuerte exigencia informativa, privilegiando otras ventajas normativas, y que no se han embarcado en una

---

<sup>77</sup> Pistor, Katharina, Keinam, Yoram, Kleinheisterkamp, Jan y West, Mark, “*The Evolution of Corporate Law...*”, pág. 35.

<sup>78</sup> *Ibidem*.

competencia por seleccionar mercados menos regulados.

Según varios autores, desde un análisis económico-financiero, una explicación para esta última evidencia es que una importante regulación legal de los mercados de capitales funciona como un contrabalanceo de las leyes societarias débiles en términos de protección societaria a los accionistas<sup>79</sup>. Se argumenta en este sentido que los inversores valoran la protección legal y en consecuencia otorgan un precio menor a los valores provenientes de mercados en que sus intereses no están bien protegidos. De ahí que las empresas que pretendan tomar capital a un costo razonable deben migrar a mercados que ofrecen una adecuada protección a los inversores.

Sin embargo, otras voces<sup>80</sup> han sostenido que el traspaso de los derechos de control de los accionistas a los administradores societarios y el consiguiente desmantelamiento de derechos clave de los accionistas ha sido esencial para aumentar la adaptabilidad de las empresas a escenarios rápidamente cambiantes, permitiéndoles aprovechar nuevas oportunidades de crecimiento y tener éxito en mercados altamente competitivos, lo que, a su vez, habría incrementado el valor económico de esas empresas. La regulación legal de los mercados se habría convertido así en un importante complemento para hacer ese proceso sustentable, reduciendo efectivamente la posibilidad del fraude y, por consiguiente, incrementando la confianza de los mercados. Visto desde esta perspectiva, el hecho de que las sociedades migraran desde mercados débilmente regulados a mercados con sólidas regulaciones demostraría que, pese a haber ganado flexibilidad en su estructura interna (regulada por las amplias leyes societarias estatales), están dispuestas a aceptar los límites establecidos por las más estrictas regulaciones del mercado. El punto es, según estos autores, que esta mayor exigencia de las leyes federales no constituye un sustituto de la débil protección acordada a los accionistas por las leyes societarias estatales. Esto se advierte por la cantidad de empresas extranjeras que acuden a ofrecer sus títulos en el mercado norteamericano, empresas que muchas veces tienen regulaciones legales en sus países de origen mucho más estrictas que las leyes estatales

---

<sup>79</sup> Coffee Jr., John C., “*Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*”, *Virginia Law Review*, Vol. 70 (1984), págs. 717 y ss.

<sup>80</sup> Pistor, Katharina, Keim, Yoram, Kleinheisterkamp, Jan y West, Mark, “*The Evolution of Corporate Law...*”, pág. 35.

estadounidenses.

En realidad, siempre según esta posición, el par “ley societaria flexible/régimen de mercados estricto” no debe entenderse en términos antitéticos, sino de complementación<sup>81</sup>.

Al contrario, en los regímenes de tradición continental (Francia, España, Alemania, entre otros) se ha optado por una regulación legal societaria mucho más estricta (con mucho menos espacio para la autonomía de la voluntad), combinada con una regulación de los mercados también estricta. Aquí los tribunales y las autoridades de contralor han jugado un rol mucho menos relevante<sup>82</sup>. No existe evidencia clara del efecto en los mercados de esta regulación doblemente fuerte, aunque hay autores que remarcan el mayor poder de atracción de los mercados norteamericanos, al menos de los de acciones y títulos de deuda, por sobre los del resto del mundo, afirmación que no parece fácil de desmentir. Si ello es debido o no al equilibrio legal alcanzado en ese país (regulación societaria débil/regulación de mercados fuerte) es algo que se encuentra aún sujeto a debate.

La decisiva intervención del estado federal y de los jueces lograron capear, no sin dificultades y lentamente, la crisis de la década de 1930. La segunda guerra mundial significó un resurgimiento industrial del país sin precedentes, siendo la industria uno de los factores clave de la victoria aliada.

(iii) El predominio del *management*.

Para 1950 los administradores societarios y gerentes de empresa gozaban de

---

<sup>81</sup> Lo mismo puede afirmarse respecto de la protección judicial antes mencionada. Las demandas judiciales intentadas por accionistas se convierten en un importante medio de control de la discrecionalidad de los administradores sociales en la medida en que la atribución de derechos de control es flexible y determinada en última instancia por los mismos participantes en la empresa, más que por la ley. Así, la responsabilidad de delinear los derechos de dichos participantes en un conflicto particular pasa a los jueces. En la medida en que esos derechos son atribuidos por la ley de manera previa, existe poca necesidad de acudir al control judicial (cfr. Pistor, Katharina, Keinam, Yoram, Kleinheisterkamp, Jan y West, Mark, “*The Evolution of Corporate Law...*”, pág. 36).

<sup>82</sup> Esto explica, en parte, la escasa jurisprudencia societaria que se advierte en la mayoría de estos países, incluyendo el nuestro, comparada con otras áreas del derecho.



mucho prestigio en los Estados Unidos gracias en parte a su buen comportamiento en la guerra y a la referida contribución de la industria al esfuerzo bélico.

Por otro lado, hacia dicha fecha, los administradores y gerentes de la mayoría de las corporaciones estadounidenses ya no provenían de los principales accionistas, sino que se habían convertido definitivamente en una clase profesional que detentaban sus cargos no por su participación accionaria en la sociedad, sino por su eficiencia.

El modelo de administración de sociedades cotizadas había sido certeramente descrito por Berle y Means en su célebre obra ya citada y suponía que los accionistas típicos en dichas sociedades eran individuos dispersos, es decir, con porcentajes relativamente pequeños de acciones en sus manos, frecuentemente poco informados sobre los negocios sociales y relativamente desorganizados<sup>83</sup>.

Todavía en 1950 la mayoría de las corporaciones norteamericanas cumplía con el aludido modelo. En este sentido, ningún accionista de las doscientas sociedades más grandes del país poseía más que un pequeño porcentaje del capital accionario. De ahí que esos accionistas individuales generalmente carecían de interés en invertir tiempo y esfuerzo en controlar a los administradores societarios.

Como resultado de esa situación, los accionistas que se mostraban disconformes con los administradores simplemente vendían sus acciones en el mercado. Los accionistas que permanecían en la sociedad aprobaban la gestión o al menos la aceptaban con lo que los directores se aseguraban de que sus propuestas fueran aprobadas de forma rutinaria. Con este modelo, la facultad de los accionistas de designar a los directores se convertía en una mera posibilidad teórica<sup>84</sup>.

En este modelo, además, las propuestas de nuevos directores eran decididas o al menos aprobadas por los gerentes generales (o CEO, por sus siglas en inglés *Chief Executive Officer*) de la sociedad. En definitiva, el CEO determinaba tanto el tamaño del directorio como su composición. La mayoría de los directorios hacia 1950 se componían

---

<sup>83</sup> Hamilton, Robert W., “*Corporate Governance in America*”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 25, No. 2 (26 de julio de 2000), pág. 2).

<sup>84</sup> El proceso de selección se agotaba en el momento en que los directores proponían a los futuros candidatos, los accionistas en la asamblea no hacían más que ratificar la elección de los directores propuestos.

de entre diez y veinte miembros, siendo los más directores “internos”, es decir, que respondían a la corporación, habiendo poco directores “externos” o independientes<sup>85</sup>.

Otro factor importante era que el CEO controlaba el flujo de información que recibía el directorio, además de confeccionar la agenda de las reuniones.

El CEO era además el presidente del directorio y, por ende, lideraba todas sus reuniones. Por otro lado, las reuniones del directorio eran infrecuentes, estando la gestión diaria de la sociedad en manos de un Comité Ejecutivo, compuesto por el mismo CEO y algunos directores internos.

En este escenario, un eficiente control de la gestión del CEO era muy difícil y la remoción de un funcionario de esa categoría implicaba una verdadera conspiración entre directores independientes y directores internos, actuando sin el conocimiento del involucrado. Sin perjuicio de esto, existieron casos en que esa remoción fue posible y cuando no lo era, el propio funcionario se anticipaba anunciando su retiro.

Normalmente el CEO saliente se encargaba de entronizar a su sucesor, lo que era aprobado por el directorio sin discusión.

Como se advierte, hacia 1950 el directorio no era visto como una parte esencial de la administración de los negocios sociales; de hecho, la mayoría de las decisiones importantes eran tomadas por el *management* sin la aprobación del directorio. El principal incentivo para ser director eran las importantes sumas que se le abonaban en función de las reuniones de las que participaba<sup>86</sup>.

---

<sup>85</sup> Por otro lado, el CEO también tenía una influencia dominante en las decisiones que se tomaban en el seno mismo del directorio. Ello, además de su control del proceso de selección y elección de los directores, por varios factores. En primer lugar, el CEO podía controlar los ascensos dentro de la empresa de los directores “internos”, que eran la mayoría, con lo que era improbable que éstos ignoraran los deseos o intereses del CEO. Además, los directores independientes, cuyo proceso de nominación y elección también era controlado por el CEO, solían ser funcionales a los intereses de aquél tanto porque aspiraban a continuar siendo elegidos, como porque en general no se elegían personalidades dominantes, susceptibles de cuestionar al *management*.

<sup>86</sup> Un resonante ejemplo del papel irrelevante del directorio fue la petición de un procedimiento de insolvencia por parte de Penn Central Transportation Company, una de las principales empresas ferroviarias de los Estados Unidos, a principios de la década de 1960, cuyo directorio se enteró de ello por los diarios (Hamilton, Robert, W., “*Corporate Governance...*”, pág. 3). Recordada es también la renuncia que hizo en

Existían, claro está, empresas en que los directores eran consultados con frecuencia por los gerentes y diseñaban las líneas directrices de la política de la empresa. Pero en la mayoría de las compañías se despreciaba ese rol.

Hubo también casos, aunque en reducido número, en que un tercero, aprovechando el descontento de directores y accionistas, tomaba exitosamente el control de la sociedad y removía al CEO y sus principales colaboradores.

(iv) Los inversores institucionales.

A partir de la década de 1960, sin embargo, diversos factores empezaron a provocar cambios significativos en la estructura de administración de las sociedades en los Estados Unidos.

Uno de esos factores fue la creciente importancia y la cada vez mayor injerencia de los inversores institucionales en las corporaciones. Éstos pueden definirse como organizaciones que administran profesionalmente carteras de inversiones en títulos de diverso tipo, incluyendo acciones de compañías. Los principales grupos de estos inversores en los Estados Unidos son los fondos de pensión, compañías de fondos mutuos, compañías de seguro (tanto de vida, como de accidentes personales), fundaciones privadas, fondos universitarios y de caridad y una amplia variedad de vehículos de inversión.

Hacia 1950, la tenencia accionaria de estos inversores institucionales no alcanzaba al diez por ciento del total de acciones emitidas al público y su presencia había sido sencillamente ignorada durante décadas al punto que Berle y Means ni siquiera los mencionan en su célebre obra sobre la administración societaria. De ahí que se vieran a sí mismos como meros inversores financieros, no como accionistas.

En los siguientes cincuenta años ese panorama cambiaría dramáticamente. Entre las causas del crecimiento de estos inversores se menciona generalmente: a) el incremento

---

1972 el ex Juez de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, Arthur Goldberg, de todos sus cargos en diversos directorios de empresa. En declaraciones públicas afirmó que los directorios habían quedado relegados a una función asesora y legitimante sustancialmente diferente del rol de creador de las principales políticas de la sociedad y de custodio de los intereses de los accionistas e incluso del interés público, como lo preveían las leyes de sociedades.

de la riqueza en general en los Estados Unidos; b) el largo período de inflación que comenzó luego de la Segunda Guerra Mundial y que hizo que las inversiones tradicionales en activos fijos devinieran poco atractivas; c) los cambios en la legislación tributaria federal que animó a empleadores y sindicatos a crear planes de retiro y ahorro para sus empleados y miembros; d) la creciente popularidad de las compañías de seguro de vida que las impulsaron a invertir fuertemente en acciones; y e) la también creciente utilización de fondos mutuos abiertos que permitían inversiones o retiro de fondos a valores corrientes de mercado con mucha agilidad<sup>87</sup>. Muchos inversores nuevos carecían de experiencia y conocimientos de los mercados y, por ende, confiaban en compañías de inversión que ofrecían servicios profesionales a pequeños inversores a bajo costo.

En números el crecimiento resulta ciertamente llamativo. En 1996 el porcentaje de tenencia accionaria de los inversores institucionales, respecto del total del mercado de acciones en los Estados Unidos, ya era de 48,50%. Y si se toman las 1.000 empresas norteamericanas más importantes, ese porcentaje, a fin del año 1997, era de 59,90%.

En muchas empresas de renombre la mayoría de las acciones cotizadas en el mercado estaba en manos de inversores institucionales<sup>88</sup>, quienes, lógicamente, reconocían deberes fiduciarios a personas distintas de las empresas en las que invertían: inversores, personas aseguradas, beneficiarios, jubilados, etc. A su vez, históricamente nunca se pidió la opinión o aprobación de estos inversores-beneficiarios sobre el sentido en que debían votarse las acciones que detentaban los inversores institucionales en las compañías en que invertían. Naturalmente, la mayoría de esos inversores-beneficiarios eran muy numerosos y anónimos o estaban muy mal informados sobre los asuntos de las corporaciones en que invertían los inversores institucionales por lo que involucrarlos en el proceso de toma de decisiones en relación con las acciones de esas corporaciones era virtualmente imposible.

En este contexto, el modelo descrito por Berle y Means ya no era válido. Siendo los inversores institucionales accionistas relevantes en las principales empresas, el *management* de estas empresas empezó a tenerlos en cuenta en relación con la marcha de los negocios sociales. Ya no se trataba de accionistas individuales, dispersos y con pocos incentivos para involucrarse en la compañía. Los inversores institucionales, obligados a

---

<sup>87</sup> Hamilton, Robert W., “*Corporate Governance ...*”, pág. 4.

<sup>88</sup> *Ibidem*.

buscar la mayor rentabilidad de sus inversiones en favor de sus inversores-beneficiarios, se fueron involucrando cada vez más en las estrategias y políticas de negocios de la corporación en que invertían.

Sin embargo, no se piense que un inversor institucional podía detentar, por sí solo, un porcentaje mayoritario o significativo en una empresa. Lejos de eso, cada inversor institucional procura en todo momento poseer menos del 5% del capital accionario de una sociedad, lo que, en parte, se debe a regulaciones legales. La Sección 13(d) de la Ley de Mercados de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act*) exige a cualquier accionista que adquiriera más del 5% de una sociedad de capital abierto informar públicamente esa adquisición y cualquier transacción posterior sobre esas acciones. Naturalmente, también está el interés de mantener siempre un portafolio de inversiones diversificado, de manera que, aunque los inversores institucionales en su conjunto pueden llegar a poseer la mayoría del capital accionario de una corporación, esta tenencia se encuentra repartida en un número importante de inversores institucionales individuales. De ahí que, en los Estados Unidos, los inversores institucionales prefieren verse como simples inversores, más que como controlantes de sociedades.

Por otro lado, la doctrina judicial hasta 1992 restringía de manera importante la comunicación y colaboración entre accionistas de una corporación. Este criterio se basaba en una interpretación amplia de las reglas de la SEC relativas a las condiciones en que pueden solicitarse autorizaciones de voto a los accionistas para una asamblea<sup>89</sup>.

Estas limitaciones subsistieron durante largos años. La crítica principal que se les hacía era que impedían a los accionistas involucrarse más activamente en los negocios sociales y, en consecuencia, controlar mejor el desempeño de los directores y gerentes.

En 1992 la SEC flexibilizó las reglas relativas a las autorizaciones de voto, excluyendo de tales reglas a cualquier comunicación dirigida a uno o más accionistas en las que no se solicite expresamente una autorización de voto. A partir de entonces, los

---

<sup>89</sup> El caso emblemático en este tema fue “Studebaker Corp. vs. Gittlin” fallado en 1966 por la Corte Federal de Apelaciones del Segundo Circuito. La Corte en este caso determinó que el pedido de un accionista al directorio para que le suministre el listado de accionistas de la sociedad debe asimilarse a un pedido de autorización de voto en vistas a una asamblea y, por lo tanto, cumplir con las reglas de la SEC en tal sentido.

inversores institucionales incrementaron significativamente su participación en la marcha de las sociedades, lo que permitió una mayor colaboración entre el *management* y los accionistas<sup>90</sup>.

Este proceso ha mostrado un cambio en las relaciones de poder entre los administradores y los accionistas. No es que el balance se haya invertido, sino que los inversores institucionales han cobrado un protagonismo que ha obligado al *management* a prestarles mucha más atención. Este activismo de los accionistas, como se lo denomina en los Estados Unidos y otros países, ha sido acompañado, a la vez que favorecido, por reformas legales. Entre ellas pueden mencionarse: la reforma de 1992 a las reglas de autorizaciones de voto ya mencionada, como también la posibilidad de tener disponibles en Internet los documentos relativos a dichas autorizaciones de voto, medida adoptada en 2007; la eliminación en 2009, primero llevada a cabo por la Bolsa de Comercio de Nueva York y luego por la SEC, de las facultades discrecionales de voto de los agentes de mercado y las normas sobre acceso a los documentos de autorizaciones de voto adoptadas por la SEC en 2010.

Asimismo, a lo largo de estas últimas décadas, se han adoptado otras normas relativas al suministro de información por parte de los administradores sociales con el fin de incrementar la posibilidad de los accionistas activos de identificar asuntos específicos a ser tratados con el *management*.

El impacto acumulativo de estas reformas ha sido significativo. En la actualidad, los accionistas activos pueden organizarse y lanzar campañas destinadas a presionar a los administradores de sociedades en relación con numerosos asuntos de buen gobierno societario. A esto se ha sumado la existencia de programas de monitoreo del desempeño de las principales empresas y la confección de índices de buen gobierno que aquéllas deben alcanzar. El poder de estos activistas es considerable y representa una amenaza potencial para el *management* empresario en la medida en que éste se rehúse a una relación de mutua colaboración entre ambas partes. En la inmensa mayoría de las

---

<sup>90</sup> Se ha argumentado, sin embargo, que la flexibilización de las reglas de voto no ha tenido un impacto significativo en la escasa capacidad de los accionistas de remover a miembros del directorio (cfr. Choi, Stephen, “*Proxy Issue Proposals: Impact of the 1992 SEC Proxy Reforms*”, *Journal of Law & Economics*, Vol. 233, (2000), pág. 16).

empresas esto ha permitido un clima de entendimiento y negociación entre accionistas y administradores, lejos del ambiente confrontativo que imperaba en la década de 1980<sup>91</sup>.

Sin embargo, en algunas áreas la presión de los accionistas institucionales ha continuado creciendo, haciendo a los administradores sociales más y más permeables a sus exigencias. Como consecuencia de ello, muchas compañías han abandonado ciertas prácticas societarias adoptadas por el *management* en defensa de sus intereses, como las medidas tendientes a impedir una toma de control hostil de la empresa. También ha conducido a la elección de directores opuestos a los intereses de los administradores dominantes<sup>92</sup>.

Pero la evolución del modelo de administración societaria en los Estados Unidos no se hizo sin sobresaltos ni matices.

Durante la década de 1960 ese modelo, que en los 50 centralizaba el poder administrador en las manos de los gerentes de primer nivel, había empezado a volverse más complejo y a transferir el poder de esas pocas manos a las más diluidas de la burocracia corporativa de los gerentes de segunda y tercera línea. Es lo que John Kenneth Galbraith, en un trabajo de 1967, denominaría la tecnocracia en las corporaciones<sup>93</sup>. En este contexto, los gerentes de primera línea y especialmente el CEO, lideran y guían la burocracia corporativa hacia la obtención de sus objetivos, que no siempre coinciden, obviamente, con los de los accionistas<sup>94</sup>.

---

<sup>91</sup> Goodman, Amy L., Olson, John F. y Fontenot, Lisa A., “*A Practical Guide to SEC Proxy and Compensation Rules*” Ed. Wolters Kluwer – Law & Business, Nueva York, 2014, págs. 10 y ss.

<sup>92</sup> Algunos autores han sostenido que este cambio en el equilibrio de poder en las sociedades puede conducir a que los administradores piensen más en obtener resultados comerciales a corto plazo como respuesta a la presión de los activistas que buscan incrementar el precio de sus acciones en el mercado. Estas presiones cortoplacistas, afirman, pueden haber tenido su parte de culpa en la crisis económica mundial de 2008, al menos en los Estados Unidos. Lo cierto es que el discurso político ha ido en el sentido opuesto, culpando de la crisis a los administradores y gerentes de empresa y buscando acentuar el protagonismo y activismo de los accionistas.

<sup>93</sup> Galbraith, John Kenneth, “*The New Industrial State*”, Londres, Routledge, 1967.

<sup>94</sup> Para un análisis de este sistema burocrático de las corporaciones en las décadas de los 60 y 70, véase O’Kelley, Charles, “*The Evolution of the modern corporation: corporate governance reform in context*”, University of Illinois Law Review, No. 3, Volumen 2013, págs. 1001-1049.

Fue en el marco de esta burocratización de las corporaciones norteamericanas que se produjeron las primeras tomas de control de sociedades hacia fines de la década de 1950. Este mecanismo implicaba que quien deseara tomar el control de una sociedad con cotización en los mercados realizaba una oferta pública de adquisición de acciones a un precio sustancialmente superior al de mercado y por un plazo limitado. Lo atractivo del precio hacía que muchos accionistas accedieran a vender sus acciones y que la toma de control fuera exitosa. De esta manera, el adquirente prescindía de tratar con los directores o con el *management* de la sociedad, dirigiéndose directamente a los accionistas<sup>95</sup>.

Para 1963 estaba claro que las ofertas de control habían reemplazado a los mecanismos societarios internos para cambiar el control accionario de una sociedad y para remover a sus administradores.

Los tribunales pronto comenzaron a respaldar esta forma de tomar el control y cambiar la administración. En un célebre *leading case*, “Schnell v. Chris-Craft Industries”, de 1971, la Corte Suprema del estado de Delaware sostuvo que los administradores no pueden utilizar la estructura de la sociedad y la ley societaria para perpetuarse en sus cargos, impidiendo a los accionistas organizarse para votar su remoción. Esta y otras decisiones en la misma línea darían lugar, sobre todo en la década de los 80', a oleadas de adquisiciones hostiles aprovechando el descontento de los accionistas con sus administradores.

Algunos autores incluso hablaron de que un cambio de paradigma en la administración de sociedades estaba teniendo lugar<sup>96</sup>, dado que el mercado, a través de las tomas de control, estaba asumiendo el rol de controlar la actuación de los directores, en lugar de los mecanismos societarios internos. Se veía en ello el afianzamiento del llamado modelo contractual, que entendía a la corporación como un nexo de contratos, en lugar de la tradicional visión delineada por Berle y Means<sup>97</sup>.

---

<sup>95</sup> Lo que se califica como una toma de control hostil.

<sup>96</sup> Sullivan, Daniel P. y Conlon, Donald E., “*Crisis and Transition...*”, pág. 10.

<sup>97</sup> Los fallos de la Corte de Equidad del Estado de Delaware parecieron dar la razón a quienes afirmaban el cambio de paradigma, pues este tribunal se preocupó por equilibrar los derechos de los accionistas y de los administradores, sin alterar la doctrina de los deberes fiduciarios de estos últimos hacia los primeros. Para la década de 1980, en pleno auge de la denominada “guerra de tomas de control hostiles”,



Pero este modelo no estuvo exento de inconvenientes. En efecto, con el fin de defenderse de una toma de control hostil, los administradores y ejecutivos diseñaron toda suerte de medidas de protección destinadas a impedir o a hacer muy onerosa la toma de control o el desplazamiento de la administración o de la gerencia<sup>98</sup>. El resultado de estas medidas fue la reducción de la influencia de los accionistas y el abuso de sus derechos por parte de los administradores y ejecutivos.

Cuando en 1988 RJR Nabisco fue adquirida, mediante una toma de control hostil, quedó claro que ninguna compañía estaba a salvo y las medidas defensivas (y con ellas, los abusos a los accionistas) aumentaron frenéticamente.

Algunos estados intentaron poner freno a esta ola de adquisiciones hostiles, pero tropezaron con la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos que, en dos fallos importantes, declararon inconstitucionales sendas leyes de los estados de Illinois e Indiana en tal sentido<sup>99</sup>.

---

esta línea jurisprudencial estaba afirmada. En ese marco, se creía que los mercados de capitales impulsaban a los administradores y ejecutivos a maximizar la riqueza de los accionistas a fin de no llamar la atención de oferentes indeseables y así se constituían en el remedio más eficiente para controlar la gestión de aquellos.

<sup>98</sup> Desde acciones con derecho a más de un voto hasta las llamadas *poison pills*, mecanismo incluido en el reglamento de la corporación (*bylaws*) mediante el cual la sociedad está obligada a emitir títulos de deuda o acciones a los restantes accionistas ante la ocurrencia de cierto evento (generalmente la venta de un porcentaje significativo de acciones con derecho a voto), a un precio bajo, con lo que se diluye de manera importante el porcentaje adquirido por el oferente hostil. Normalmente la dilución es tan grande que es impráctico adquirir el control de la corporación incluso mediante compras en el mercado. Se suele incluir en este dispositivo la facultad de los directores de dejarlo sin efecto en cualquier momento obligando así al oferente hostil a negociar con el *management*. Teóricamente es posible para un adquirente realizar compras que no superen el umbral a partir del cual se dispara la *poison pill* y luego intentar ir designando directores suficientes para dejar sin efecto el mecanismo. Para evitar esto, muchas corporaciones incluyen una provisión denominada *dead hand provision*, que establece que sólo los directores con mandato vigente al momento en que es aprobado el dispositivo defensivo pueden dejarlo sin efecto. La Corte Suprema del Estado de Delaware, sin embargo, consideró que una provisión de este tipo es inválida porque viola el principio básico de que los directores en funciones en cualquier momento dado tienen la potestad de dirigir los asuntos de la sociedad (“Quickturn Design Sys. c. Shapiro”, 721 A.2d. 1281 (Del. 1998). No obstante, tribunales de otros estados la han considerado válida (cfr. Hamilton, Robert “*Corporate Governance...*”, nota 21).

<sup>99</sup> “Edgar c. MITE Corp.”, de 1982 y “CTS Corp. c. Dynamics Corp. of America”, de 1987. Para

La batalla judicial más intensa se libró en los tribunales del Estado de Delaware, lugar de domicilio legal de la mayoría de las corporaciones importantes del país.

Una serie de fallos a lo largo de los años 1985-1989 limitó los excesos derivados de la guerra de adquisiciones hostiles y reafirmó el principio de la primacía de los accionistas y la inviolabilidad de sus derechos.

El primero de esos pronunciamientos fue “Smith c. Van Gorkom”, decidido por la Corte Suprema del Estado de Delaware en 1985<sup>100</sup>. El caso llegó a la Corte Suprema por vía de apelación de una decisión de la Corte de Equidad de Delaware<sup>101</sup> que determinó que los directores de una corporación habían actuado de manera informada al aprobar una fusión con otra corporación y de esta manera se encontraban amparados por la regla de la discrecionalidad comercial (*business judgment rule*). La mayoría de la Corte Suprema decidió que la sentencia de la Corte de Equidad era errónea pues la decisión de los directores de aprobar la fusión no había sido una decisión informada.

Resulta interesante mencionar algunas de las afirmaciones de la Corte Suprema en este fallo pues éste sentó doctrina aún vigente en los Estados Unidos.

En este sentido, la Corte afirmó que la regla de la discrecionalidad comercial era un derivado de un principio fundamental, incluido en la Ley de Sociedades de Delaware, de que los negocios y asuntos sociales son manejados por o bajo la supervisión de su directorio. En el desarrollo de sus funciones los directores tienen un deber fiduciario hacia la corporación y hacia sus accionistas. La regla existe para proteger y promover el completo y libre ejercicio del poder administrador concedido a los directores en el Estado

---

un análisis de estos fallos ver Avi-Yonah, Reuven, “*The Cyclical...*”, págs. 804 y ss.

<sup>100</sup> Sigo en este punto el análisis efectuado por Robert Hamilton en “*Cases and Materials on Corporations including Partnerships and Limited Partnerships*”, Quinta Edición, West Publishing Co., St. Paul, Minnessotta; 1994, págs. 758 y ss.

<sup>101</sup> *Court of Chancery*. Se trata del tribunal comercial más antiguo de los Estados Unidos conformado por jueces especializados que no falla por jurados y que tiene la reputación de ser el más especializado del país en materia societaria. Es un tribunal de equidad (*equity*), esto es, no sólo aplica las leyes en vigencia y el *common law*, sino también el criterio de los jueces sobre lo que es justo en el caso concreto. Para profundizar sobre el origen y concepto de la jurisdicción de equidad cfr. Reyes Villamizar, Francisco, “*Derecho Societario en Estados Unidos y la Unión Europea*”, Ed. Legis, Colombia, 2013, pág. 59 y ss.

de Delaware. La regla en sí es una presunción de que, al tomar una decisión de negocios, los directores de una corporación actúan de manera informada, con buena fe y en la creencia honesta de que la decisión ha sido tomada en interés de la corporación. De esta manera, quien desee atacar esa decisión de negocios, debe destruir la aludida presunción.

Según la Corte, una decisión de negocios ha sido una decisión informada cuando los directores por sí mismos, antes de tomar la decisión, han tenido acceso a toda la información sustancial razonablemente disponible relacionada con dicha decisión.

Este deber de informarse deriva, a su vez, del carácter fiduciario que tiene el director hacia la corporación y hacia sus accionistas. Dado que el director tiene la facultad de administrar la corporación, debe cumplir ese deber de informarse reconociendo que actúa en representación de otros. El cumplimiento adecuado de esta función fiduciaria requiere más que la simple ausencia de mala fe o fraude. Los intereses de la corporación y de los accionistas imponen al director un deber positivo de proteger esos intereses y de proceder con prudencia al momento de informarse. De esta manera, el deber de un director de tomar sus decisiones de negocios de manera informada participa de la naturaleza de un deber de diligencia (*duty of care*), a diferencia de un deber de lealtad (*duty of loyalty*).

El estándar aplicable al deber de cuidado es tal que el director será responsable por culpa grave (*gross negligence*). Este concepto es también el estándar apropiado para determinar si una decisión de negocios ha sido una decisión informada.

En el caso concreto, la Corte sostuvo que los directores tienen, bajo la ley del Estado de Delaware, el deber de actuar de manera informada y consciente al determinar si una fusión debe ser aprobada o no antes de ser sometida a la aprobación de los accionistas. Los directores no pueden dejar a aquellos solos para tomar la decisión.

La decisión en Van Gorkom cayó como una verdadera bomba en el mundo corporativo. Los abogados de empresa criticaron la decisión como atroz y vaticinaron terribles consecuencias para los directores de corporaciones que ahora ser verían muy expuestos<sup>102</sup>. Algunos comentaristas del fallo deploraron la decisión afirmando que los directores, en el caso concreto, eran ejecutivos altamente experimentados que no

---

<sup>102</sup> Hamilton, Robert, “*Cases and Materials...*”, pág. 776.

necesitaban extensos informes de especialistas para reconocer un buen negocio y que los efectos de la decisión llevarían a los directores a mayores formalidades, contratando asesores financieros, abogados y otros, con el consiguiente incremento de los costos para la compañía y la disminución de la flexibilidad necesaria en el mundo empresarial<sup>103</sup>.

Más allá del acierto o no del fallo, lo cierto es que existieron consecuencias importantes. Muchos directores independientes empezaron a revisar su participación en empresas e incluso se reportaron renunciaciones masivas. Lo expuesto se vio agravado por una crisis en el mercado de seguros de responsabilidad en la década de los 80 que llevó a las compañías de seguros a reducir su exposición al riesgo, aumentando primas y dejando de asegurar ciertos riesgos, lo que hizo difícil para las corporaciones encontrar pólizas razonables para asegurar la responsabilidad de sus directores. El número de abogados en los directorios declinó e incluso algunos prestigiosos estudios de abogados aconsejaron a sus clientes abandonar la jurisdicción de Delaware. Así se instaló una creencia generalizada de que los costos asociados a las consecuencias del fallo Van Gorkom excedían los beneficios del proceso de toma de decisiones<sup>104</sup>.

Ello aun cuando es claro que la Corte flexibilizó el estándar de conducta requerido a los directores, exigiendo la existencia de culpa grave, en lugar de la mera negligencia<sup>105</sup>.

Las consecuencias del caso Van Gorkom fueron de alguna manera atenuadas en 1993 cuando la Corte Suprema de Delaware decidió, en el caso “Cede & Co., Cinerama Inc. c. Technicolor Inc.”, similar en los hechos al de Van Gorkom, que quien alega haber sufrido un daño por la conducta de los directores de una corporación, sobre la base del deber de diligencia, no debe demostrar la relación de causalidad entre el daño y la conducta (como había hecho la Corte de Equidad de dicho estado en la decisión apelada), pues, probada la culpa grave y el daño y la no aplicación de la regla de la discrecionalidad comercial (en los términos del caso Van Gorkom), la relación de causalidad se presume.

---

<sup>103</sup> Cfr. Herzel, Leo y Katz, Leo, “*Smith v. Van Gorkom: The Business of Judging Business Judgment*”, *The Business Lawyer*, Vol. 41 (1986), No. 4, pág. 1191.

<sup>104</sup> Cfr. Hamilton, Robert, “*Reliance and Liability Standards for Outside Directors*”, *Wake Forest Law Review*, Vol. 24, No. 5 (1989), págs. 28 y ss.

<sup>105</sup> Cfr. Romano, Roberta, “*What Went Wrong with Directors’ and Officers’ Liability Insurance?*”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 14 (1989), pág. 1.

Los directores podrán excusar su responsabilidad sólo si demuestran acabadamente que la transacción cuestionada era beneficiosa para la sociedad y sus accionistas.

Otros fallos de los tribunales de Delaware confirmaron la línea jurisprudencial iniciada en el caso Van Gorkom<sup>106</sup>.

A partir del fallo Van Gorkom, varios estados de la Unión comenzaron a modificar sus leyes societarias a fin de reducir los riesgos de la responsabilidad personal de los directores por daños. El primero en hacerlo fue Indiana en abril de 1986, siguiéndolo el propio Delaware en junio de ese año. A partir de ahí, la mayoría de los estados adoptaron normas similares.

La ley de Delaware autorizó restringir la responsabilidad de los directores por daños, pero no a expandirla, por ejemplo, haciéndolos responsables por simple negligencia. Asimismo, se dispuso que los accionistas no podían delegar en los directores la facultad de eliminar o limitar la responsabilidad de los directores.

En este sentido, la Sección 102, del Subcapítulo I, Capítulo I, Título 8, del Código de Delaware, establece, en lo pertinente, que:

*“... b) Además de los contenidos que deben ser incluidos en el estatuto [certificate of incorporation] conforme al párrafo a), de esta Sección, el estatuto puede también contener alguna o todas las cláusulas siguientes:*

*... Una cláusula eliminando o limitando la responsabilidad personal de un director hacia la corporación o sus accionistas, por daño material causado por el incumplimiento de un deber fiduciario como director, en el entendido, sin embargo, que tal cláusula no podrá eliminar o limitar la responsabilidad de un director: (i) Por incumplimiento del deber de lealtad hacia la corporación o sus accionistas; (ii) Por actos u omisiones de mala fe o que involucren una conducta ilícita intencional o una violación consciente de la ley; (iii) conforme a la Sección 174 de este título; o (iv) por cualquier transacción por la que el director obtenga un beneficio personal impropio. Ninguna cláusula en el estatuto podrá eliminar o limitar la responsabilidad de un director por*

---

<sup>106</sup> Por ejemplo, “Unocal c. Mesa Preoleum”, de 1985, “A C Acquisition c. Anderson Clayton”, de 1986, “Revlon c. MaxAndrews e Forbes Holdings”, también de 1986, “Blasius Industries c. Altas”, de 1987 y “City Capital Associates c. Interco”, de 1988.

*cualquier acto u omisión ocurrida antes de la fecha en que tal cláusula entre en vigencia... ”.*<sup>107</sup>

Esta disposición ha sido adoptada por la mayoría de los estados de la Unión y prácticamente la totalidad de las corporaciones con sede en Delaware modificaron sus estatutos para limitar la responsabilidad de sus directores por amplias mayorías de accionistas<sup>108</sup>.

Otros estados optaron por una aproximación más radical, alterando directamente el estándar de responsabilidad, por ejemplo, la Ley de Corporaciones de Negocios de Indiana que establece que un director sólo será responsable si ha violado sus deberes como director y tal violación constituye una conducta dolosa<sup>109</sup>. Esta limitación de responsabilidad se aplica tanto a las relaciones con los accionistas, como con los terceros y no puede ser dejada de lado o modificada por los accionistas<sup>110</sup>.

Otros estados adoptaron una indemnización tarifada, como el de Virginia.

En 1989, la Corte de Equidad de Delaware falló en el caso “Paramount Communications c. Time Inc.”, confirmado por la Corte Suprema de Justicia de ese Estado. El caso se trataba de una fusión y la Corte permitió a los directores de Time rechazar la oferta de adquisición de Paramount aun cuando maximizaba las ganancias financieras de los accionistas. La oferta claramente beneficiaba a dichos accionistas con un precio muy conveniente. Sin embargo, la Corte privilegió la estrategia a largo plazo de Time (que hacía más conveniente una fusión con Warner Communications, el otro oferente, aunque el precio de esta oferta fuera menor) por encima del beneficio inmediato de los accionistas de Time.

---

<sup>107</sup> Traducción del autor.

<sup>108</sup> Algunos autores cuestionaron el término “deber de lealtad”, pues se trata de un término ambiguo y no definido con precisión en aquel momento ni siquiera por la Corte Suprema del Estado de Delaware (cfr. Hanks Jr., James, “*Recent State Legislation on Director and Officer Liability Limitation and Indemnification*”, *The Business Lawyer*, Vol. 49 (1988), págs. 1209 y ss.).

<sup>109</sup> La norma habla de “*willful misconduct*”, es decir, dolo, o “*recklessness*”, que implica una conducta temeraria, con manifiesto desprecio por la verdad.

<sup>110</sup> Código de Indiana, Sección 23.1.35.1.

En palabras del Juez Allen:

*“La vitalidad financiera de la corporación y el valor de sus acciones está en manos de los directores y gerentes de la compañía. El derecho societario no opera bajo el supuesto de que los directores, en el ejercicio de sus facultades, están obligados a seguir los deseos de los accionistas mayoritarios. De hecho, son los directores, no los accionistas, los que tienen la responsabilidad de administrar la sociedad... El hecho de que muchos, presumiblemente la mayoría, de los accionistas preferirían que el directorio haga otra cosa de lo que hizo [rechazar la oferta de Paramount] no otorga sustento a la pretensión de interferir con una decisión de negocios de los administradores... los directores, a los que siempre se les exige actuar de una manera informada, no tienen per se el deber de maximizar las ganancias de los accionistas a corto plazo, aún en el contexto de una toma de control”<sup>111</sup>.*

Aunque el fallo no lo dice expresamente, muchos comentaristas en los Estados Unidos han afirmado que esta decisión significó priorizar el interés social por sobre el de los accionistas y de esta manera puso un freno a los intentos de continuar aplicando la teoría societaria del nexo de contratos, aunque tampoco significó un completo regreso al modelo corporativo de Berle y Means (denominado por la doctrina americana, el modelo de propiedad de los accionistas). Incluso el fallo puede leerse más bien como un respaldo a la teoría societaria de la entidad real<sup>112</sup>.

El fallo tuvo además el efecto de terminar la llamada “guerra de adquisiciones hostiles”, prácticamente desapareciendo a los pocos años toda oferta hostil de toma de control.

---

<sup>111</sup> Traducción del autor. Citado por Sullivan, Daniel P. y Conlon, Donald P., *“Crisis and Transition...”*, pág. 11.

<sup>112</sup> Cfr. Hamilton, Robert, *“Cases and Materials...”*, pág. 603. Los tribunales norteamericanos son en general bastante reacios a la teorización sobre la naturaleza jurídica de la corporación. De hecho, algunos estudios demuestran que la Corte Suprema de Justicia Federal de los Estados Unidos ha adoptado a lo largo del tiempo decisiones que pueden interpretarse como aplicando alguna u otra de las teorías diseñadas por la doctrina, siempre con un criterio pragmático destinado a resolver el caso concreto, más que a tomar una postura teórica. A este respecto, puede verse el trabajo de Reuven Avi-Yonah, *“The Cyclical Transformations...”*, ya citado.

(v) La cuestión social y las empresas.

Adicionalmente a esta mirada más profunda sobre la responsabilidad de los directores, otros eventos de las décadas de 1960 y 1970 condujeron a un cambio en la forma en que se administraban las corporaciones en los Estados Unidos.

Por un lado, los años 60 y 70 vieron un importante aumento de la preocupación pública por las cuestiones sociales y esa preocupación fue trasladada prontamente a las grandes corporaciones y a sus directores. Teóricos de la administración como Peter Drucker y William Frederick empezaron a exigir a los administradores de grandes empresas mayor preocupación por las consecuencias sociales de sus actos e incluso propusieron una mayor responsabilidad hacia la comunidad.

Paralelamente, algunas grandes compañías sufrieron graves problemas financieros a raíz de las crisis económicas de esos años. La quiebra de *Pennsylvania Central Transportation Company Railroad*, en 1970, causó una gran sorpresa incluso entre sus accionistas que continuaron recibiendo sus dividendos normalmente hasta la declaración de quiebra y motivó una mayor presión en la vigilancia de la SEC sobre los mercados y los propios accionistas en general.

En 1966 se modificaron las reglas procesales federales permitiendo las acciones de clase contra personas no identificadas, expandiendo la responsabilidad de los administradores<sup>113</sup>.

En 1968 el Congreso Federal sancionó la llamada *Williams Act* que exigía a los directores suministrar información completa y veraz a los accionistas y a la SEC en relación con ofertas de compra de acciones, incluyendo información sobre el origen de los fondos, el propósito de la oferta y los planes del comprador en caso de éxito.

A mediados de la década de 1960, algunos críticos del incipiente movimiento por la responsabilidad social de las compañías alegaron los inconvenientes de obligar a las compañías a mirar por los intereses de terceros no accionistas. Milton Friedman,

---

<sup>113</sup> Brown, Jill, “*Board and Top Management Changes over the Decades: Responses to Governance and CSR Issues*”, History of Corporate Responsibility Project Working Paper No. 4, Minneapolis, MN: Center for Ethical Business Cultures at the Opus College of Business, University of St. Thomas - Minnesota; disponible en [www.cebcglobal.org](http://www.cebcglobal.org); pág. 10.



probablemente el más conspicuo de esos críticos, en un célebre artículo, reafirmó la doctrina que sostiene que la empresa sólo debe preocuparse por maximizar su rentabilidad y que esa era la única responsabilidad social que cabía exigirle<sup>114</sup>. Friedman argumentaba que la tendencia a imponerles a los administradores una responsabilidad social hacia terceros no accionistas socavaba gravemente los mismos fundamentos de la sociedad democrática norteamericana, pero además existía una razón práctica: la regla de la maximización de la rentabilidad de la empresa proporciona una clara dirección a los administradores para manejar los negocios, pero ¿cómo definir la responsabilidad social?

Para los impulsores del movimiento de responsabilidad social, esto no constituía ningún problema, pues lo primero que se les exigía a los administradores era resolver los problemas sociales causados por su propia empresa. Algunos teóricos incluso fueron más allá abogando por lo que se llamó *codetermination*, es decir, la participación de los trabajadores en la toma de las decisiones de negocios de la corporación.

A pesar de estas presiones, los mecanismos de administración societaria permanecieron relativamente intactos y no hubo reformas en el derecho societario estadounidense en ese sentido. Las reformas vinieron más por el lado de leyes especiales que se sancionaron en aquellos años, tanto por el Congreso Federal, como por las legislaturas estatales, destinadas a proteger a los trabajadores<sup>115</sup>, consumidores<sup>116</sup> y público en general<sup>117</sup> de los daños causados por las grandes empresas, lo que indudablemente tuvo un impacto en las políticas de aquellas<sup>118</sup>.

---

<sup>114</sup> Friedman, Milton, “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*”, Revista del New York Times, 13 de septiembre de 1970, pág. 33.

<sup>115</sup> Con la sanción de la Ley Federal de Salud Ocupacional e Higiene, de 1970.

<sup>116</sup> En este sentido, se sancionaron numerosas leyes federales de protección de los consumidores, como la Ley Nacional de Tráfico y Vehículos Automotores, la Ley de Seguridad en los Productos para Consumo, La Ley de Prevención de Empaques Dañosos y la Ley de Empaque y Etiquetado, la Ley de Inspección de Carnes, la Ley de Protección a la Niñez y la Ley de Telas Inflamables.

<sup>117</sup> A través, sobre todo, de leyes federales de protección ambiental, como la Ley de Control de la Contaminación del Agua, la Ley de Control Ambiental de Pesticidas, las modificaciones a la Ley de Aire Limpio y la Ley de Protección Ambiental.

<sup>118</sup> Cfr. Winkler, Adam, “*Corporate Law...*”, págs. 120 y ss.

Otro factor que provocó un replanteo de la responsabilidad de empresas y administradores fue el escándalo Watergate en 1973. En las investigaciones que siguieron al escándalo se descubrió que algunas de las principales empresas de los Estados Unidos habían estado involucradas en amplias violaciones a las leyes locales y otras habían pagado sobornos a personas de alto nivel en gobiernos extranjeros, así como contribuciones ilegales a la campaña presidencial de Richard Nixon.

Como consecuencia de estos descubrimientos, el Congreso Federal sancionó en 1977 la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero y la SEC dictó un período de amnistía durante el cual el suministro voluntario de información sobre conductas ilícitas de las compañías no sería sancionado. Aprovechando este período de “blanqueo”, cientos de compañías cotizantes en los mercados investigaron su propia conducta y revelaron públicamente la existencia de actos ilegales o cuestionables, algo sin precedentes en la historia corporativa norteamericana<sup>119</sup>.

El efecto de estas revelaciones fue destruir la confianza del público en sus principales empresas, especialmente en uno de los pilares de la legitimación del sistema empresarial estadounidense: la premisa de que poniendo el control de los factores de producción y distribución en manos de administradores designados de manera privada se maximizaba la riqueza del país, sin producir sustancialmente costos no financieros<sup>120</sup>.

Asimismo, se instaló la creencia de que las prácticas de administración societaria eran débiles e inadecuadas y provocaron el surgimiento de opiniones a favor de revisar esas prácticas. Una de las consecuencias concretas de este movimiento de opinión fue la creación del Instituto de Derecho Norteamericano (*American Law Institute*) que dio lugar a la publicación de los Principios de Gobierno Corporativo<sup>121</sup>, un estudio destinado a tener una gran influencia, incluso legislativa.

De esta manera, puede decirse que Watergate fue un hito en el camino hacia prácticas corporativas más transparentes. Sin embargo, el caso Enron, explicado más

---

<sup>119</sup> Hamilton, Robert, “*Corporate Governance...*”, pág. 11.

<sup>120</sup> Cfr. Eisenberg, Melvin, “*The Modernization of Corporate Law: An Essay for Bill Cary*”, University of Miami Law Review, Vol. 37, No. 187 (1983), págs. 209 y ss.

<sup>121</sup> Término que empezó a utilizarse justamente en la década de los años 70’.

adelante, demostrará que el camino era largo y que las prácticas corporativas estaban aún lejos, al menos internamente, de llegar al deseado punto de transparencia.

Otras instituciones empezaron a poner el foco en los mecanismos de administración societaria. Así la *American Bar Association* publicó en 1978 una guía para directores, impulsando el rol supervisor del directorio y la necesidad del criterio independiente de sus miembros. La Mesa Redonda de Negocios (*Business Roundtable*), formada por los gerentes generales de las doscientas empresas más importantes de los Estados Unidos, publicó un informe titulado “*El Rol y Composición del Directorio de la Gran Corporación Abierta a los Mercados*”, afirmando que era necesario que más directores independientes formaran parte de los directorios y que aquellos tuvieran un mayor impacto en las decisiones de negocios. Los ya mencionados Principios de Gobierno Corporativo, del Instituto de Derecho Norteamericano, también hacían hincapié en la existencia de directores independientes. En 1978, la Bolsa de Comercio de Nueva York revisó sus requisitos de admisión de empresas oferentes y exigió que todas debían tener un comité independiente de auditoría. Hacia mediados de la década de los 70', el número promedio de miembros de los directorios había caído a trece, con cinco directores “internos” y ocho independientes.

A pesar de todos estos cambios, aún en la década de 1980 la primacía de la alta línea gerencial sobre el directorio continuó siendo la norma en las principales empresas norteamericanas<sup>122</sup>. Durante esos años, la “guerra de adquisiciones hostiles” impidió en gran medida cualquier cambio en el gobierno corporativo de las empresas, con los administradores focalizados en impedir adquisiciones hostiles o en lograrlas. Hacia el final de la década, con el fin de la ola de adquisiciones hostiles, el rol de los inversores institucionales, como ya se dijo, empezó a crecer y a ejercer influencia en las decisiones de los administradores.

(vi) La década de 1990.

Los años 90' han sido caracterizados como un período tanto de mantenimiento del *satus quo* en cuanto a la forma de administrar grandes corporaciones, como de recuperación económica y financiera después de la excesiva diversificación generada por

---

<sup>122</sup> Cfr. Brown, Jill “*Board and Top Management...*”, págs. 12 y ss.

la gran cantidad de transferencias de compañías en los 80'<sup>123</sup>.

Fue también un tiempo de creciente activismo por parte de los inversores institucionales y de los accionistas en general, especialmente después de que la SEC, como ya se vio, flexibilizara las normas sobre autorizaciones de voto permitiendo a los inversores coordinarse entre ellos en materias relativas al gobierno de la sociedad. A esto se sumó una creciente presión por parte de instituciones, tales como el Consejo de Inversores Institucionales (*Council of Institutional Investors*) y el Servicio para Accionistas Institucionales (*Institutional Shareholders Services*), que enfatizaban la necesidad de que las grandes empresas adoptaran normas de gobierno corporativo y reclamaban a los directorios prestar mayor atención a otros sujetos participantes o afectados por la empresa (trabajadores, consumidores, etc.)<sup>124</sup>, con especial foco en cuestiones sociales<sup>125</sup>.

Asimismo, durante los años 90', los CEOs, empezaron a estar en el centro de las discusiones por parte de directores y accionistas, especialmente con relación a las fabulosas remuneraciones y paquetes de beneficios que recibían, producto remanente de la guerra de adquisiciones hostiles de los 80'. La preocupación alrededor de estas remuneraciones se debía tanto a la incapacidad de las empresas de condicionarlas al buen desempeño de los ejecutivos, como a la manipulación que se hacía de algunos beneficios, especialmente los relacionados con opciones sobre acciones.

También, y en parte debido a la frustración que los accionistas sufrían frente a la incapacidad de los directorios de controlar a sus gerentes, esta década vio un importante aumento de acciones de clase, muchas veces con poco o ningún fundamento. Esto llevó a la sanción, en 1995, de la Ley de Litigios Privados sobre Valores, que dispuso que los inversores no podían demandar a menos que pudieran comprobar hechos que sugirieran fuertemente la existencia de fraude deliberado. La Ley también obligó a los

---

<sup>123</sup> Cfr. MacAvoy, Paul y Millstein, Ira M., "*The Recurrent Crisis in Corporate Governance*". New York, Palgrave Macmillan, 2003, págs. 75 y ss.

<sup>124</sup> Los denominados *stakeholders*, término de difícil traducción al castellano que abarca a todos aquellos que participan o se ven afectados de alguna manera por las actividades de la empresa: trabajadores, clientes, consumidores, proveedores, comunidad en general e incluso el estado.

<sup>125</sup> Cfr. Brown, Jill, "*Board and Top Management...*", pág. 15.

administradores a proporcionar a los inversores información completa sobre propuestas de acuerdos judiciales. En respuesta a esto, muchos directores aumentaron sus pólizas de seguro de responsabilidad<sup>126</sup>.

El rol de los directores independientes también empezó a ser visto como esencial para controlar las actividades de los gerentes. Sin embargo, no hubo cambios significativos en la composición de los directorios en estos años.

Los años 90' también vieron el inicio de los primeros esfuerzos por establecer normas de buenas prácticas en administración societaria. De 1992 es el Informe Cadbury, como ya se vio, que vino a dar un marco de referencia y las empresas norteamericanas, junto con accionistas, activistas y firmas de consultoría también se sumaron al reclamo por un código de buenas prácticas, siempre con el objetivo de que los directorios empezaran a tomar un rol más activo en el control de sus gerentes de primera línea<sup>127</sup>. Algunas compañías empezaron a tomar medidas concretas, como la realización de auditorías estratégicas a la gerencia, la revisión de paquetes de remuneraciones de los gerentes generales para alinearlos con los intereses de los accionistas, la imposición de límites a la discrecionalidad de los gerentes y la utilización de índices de buenas prácticas. Precisamente en esta línea, hacia fines de la década, algunas firmas de consultoría, como el Servicio para Accionistas Institucionales, promovieron la utilización de índices destinados a medir las prácticas de gobierno corporativo de las empresas de capital abierto. La firma mencionada elaboró el Coeficiente de Gobierno Corporativo (*Corporate Governance Quotient*), designado especialmente para que inversores institucionales puedan atenuar riesgos y aumentar el valor de sus acciones<sup>128</sup>. Estas iniciativas continuaron en la década siguiente. Incluso en 2002 la Biblioteca Corporativa (*The Corporate Library*), una empresa de investigación y difusión de información a inversores, diseñó un sistema para determinar la efectividad del directorio. Con los años, estos índices

---

<sup>126</sup> Ídem, pág. 16.

<sup>127</sup> En ese sentido, resulta interesante mencionar el caso “Caremark International Inc.”, fallado en 1996 por la Corte de Equidad del estado de Delaware, que involucraba fraudes relacionados con la industria farmacéutica. En su decisión el juez Allen determinó que los directores tienen el deber fiduciario de adoptar y supervisar un programa destinado a evitar incumplimientos legales por parte de sus gerentes.

<sup>128</sup> En 2010 se cambió el índice por un denominado “indicador de riesgos de gobierno corporativo” (*governance risk indicator*) mejorado en relación con el anterior.

se perfeccionarían e incluso empezarían a elaborarse índices de empresas cumplidoras de buenas prácticas corporativas que cotizarían en Bolsa.

La década de 1990 había ya comenzado con una baja reputación de las corporaciones. Como responsables de las políticas de las compañías, los directores estaban siendo responsabilizados por comportamientos ilegales o antiéticos de sus subordinados y para hacer frente a estos desafíos y restaurar su imagen y la de sus compañías empezaron a tomar medidas como cambiar a los gerentes, establecer mecanismos internos para recibir más y mejor información de la marcha de los asuntos sociales y restablecer la confianza del público y de otros actores, como empleados y consumidores, adoptando políticas de desarrollo sustentable y acciones filantrópicas. Entre las medidas adoptadas estaba la adopción de programas de ética interna, incluyendo líneas telefónicas gratuitas para efectuar denuncias anónimas.

Particularmente relevante se volvió en los años 90' la necesidad de adoptar las ya mencionadas políticas de desarrollo sustentable que empezaron a expandirse del estado a las compañías. El eje de estas políticas era el cambio climático y los recursos energéticos y estaban destinadas a preservar el medio ambiente. En 1999 se lanzó el Índice Dow Jones de Sustentabilidad con el fin de crear índices globales que reflejaran el desempeño de compañías sustentables, incluyendo no sólo el medio ambiente sino también aspectos económicos y sociales<sup>129</sup>.

También los inversores institucionales y organizaciones locales e internacionales comenzaron a ejercer presión sobre los directorios en busca de reformas sociales. En respuesta a esto, los directorios empezaron a emitir reportes de responsabilidad social empresaria, más amplios que las auditorías sociales que ya habían comenzado en los años 70'. Para 1999, más de quinientas compañías habían emitido este tipo de reportes, siguiendo estándares definidos por la Coalición para Economías Ambientalmente Responsables, organización formada por grupos ecologistas e inversores institucionales.

(vii) Los años 2000. El caso Enron y otros.

El caso Enron vendría nuevamente a sacudir el mundo corporativo norteamericano. En octubre de 2001, Enron Corporation, compañía con activos valuados

---

<sup>129</sup> Cfr. Brown, Jill, “*Board and Top Management...*”, pág. 32.

en más de 63 mil millones de dólares, anunció que estaba rectificando sus estados contables para reducir ganancias declaradas en los pasados cuatro años por cerca de 628 millones de dólares. Semanas después de esta declaración, la SEC comenzó a investigar a la empresa por denuncias de fraude y prácticas ilegales. Pronto se supo que los ejecutivos de la compañía, liderados por el gerente general, Kenneth Lay, el gerente financiero, Andrew Fastow y el propio presidente del directorio, Jeffrey Skilling, estaban comprometidos en la constitución de sociedades no declaradas en la contabilidad del gigante petrolero, prácticas contables agresivas y manipulaciones del mercado con el fin de inflar el precio de las acciones de la compañía, que cotizaba en bolsa.

Enron, eventualmente, solicitó su quiebra en diciembre de 2001, la más grande en la historia de los Estados Unidos<sup>130</sup>.

Pero el caso Enron fue sólo el comienzo. En agosto de 2002, la prestigiosa revista Forbes publicó una nota en la que daba cuenta de veintidós compañías involucradas en manipulaciones contables, desde los préstamos no declarados de Adelphia a las ganancias sobreestimadas de Xerox. Pronto otras grandes compañías se verían obligadas a reconocer prácticas ilegales y, finalmente, también caerían en quiebra, como WorldCom, Tyco y Global Crossing.

Cada uno de estos escándalos llevó a investigaciones que demostraron la ineficacia de los controles por parte de los directorios y resultó en numerosas condenas judiciales y arreglos extrajudiciales.

Los casos llevaron lógicamente a replantear el rol de los directorios, su composición y su estructura. El mero hecho de la existencia de directores independientes no aseguraba un control eficiente de la administración de la sociedad. De hecho, el directorio de Enron contaba con una mayoría de directores externos que no supieron o no pudieron controlar al gerente financiero, director interno de la compañía. El Subcomité de Investigaciones del Senado advirtió que, mientras que la mayoría de los directores de Enron eran externos, la independencia del directorio en general estaba fuertemente comprometida por vínculos financieros entre la compañía y algunos de sus miembros<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> Cfr. Bowman III, Frank O., “*The Sarbanes-Oxley Act and What Came After*”, Vera Institute of Justice Inc., Federal Sentence Reporter, Vol. 15 (2002), pág. 231.

<sup>131</sup> Cfr. Brown, Jill, “*Board and Top Management...*”, pág. 17.

Incluso los propios directores externos tenían conflictos de intereses relacionados con actividades de consultoría o asesoría jurídica dentro de la empresa o estaban relacionados con organizaciones de caridad a las que Enron había hecho importantes contribuciones.

El directorio de Enron, sin embargo, no era el único en desarrollar estas prácticas. En el año 2003, como consecuencia de una investigación de la SEC sobre las prácticas contables de Qwest Communications International, una comunicación de la compañía dirigida a sus accionistas se lamentaba por la falta de independencia de su directorio y que al menos ocho, de sus doce miembros, estaba involucrado en actividades financieras dentro de la empresa.

Además de una mayor independencia efectiva de los directorios, se empezó a reclamar a las empresas mayor independencia también entre las corporaciones y sus asesores contables externos, como consecuencia de conflictos de interés descubiertos en Enron y otras compañías<sup>132</sup>.

Los escándalos también dispararon las demandas judiciales por parte de accionistas. Sin embargo, la jurisprudencia no siempre satisfizo las expectativas. Algunos críticos incluso llegaron a achacar a la Corte de Equidad del Estado de Delaware ser complaciente con los directores de compañías<sup>133</sup>.

---

<sup>132</sup> El caso de Arthur Andersen, auditor externo de WorldCom, entre otras grandes empresas, fue notable en cuanto al descubrimiento de connivencias entre los dirigentes de esa firma y los de sus clientes en el uso de prácticas contables y financieras ilegales, lo que llevó a la virtual desaparición de esa firma de auditores, otrora una de las llamadas *Big Five*.

<sup>133</sup> En este sentido, el fallo "Disney" fue paradigmático. El caso se relacionaba con el despido de Michael Ovitz, presidente de la compañía. Apenas catorce meses después de su designación, Ovitz fue despedido y se le pagó una indemnización de 140 millones de dólares. Los accionistas de Disney accionaron contra sus directores por daños emergentes del pago de esa cifra exorbitante. La Corte de Equidad de Delaware decidió que el directorio de Disney no había violado sus deberes fiduciarios al aprobar el pago a Ovitz y que sus miembros habían actuado de buena fe. En el año 2006, la Corte Suprema de Justicia de Delaware confirmó la decisión. De esta manera, la Corte reafirmaba la vigencia de la regla de la discrecionalidad comercial y enviaba una señal a los directores de empresa de que, asumiendo que éstos actuaran con la debida diligencia y de buena fe, no tenían que temer que una mala decisión de negocios pudiera dar lugar a su responsabilidad personal (Cfr. Brown, Jill, "*Board and Top Management...*", pág. 18). Pese a ello, durante la primera década del nuevo milenio, la Corte Suprema de Justicia de Delaware también revocó algunas decisiones de la Corte de Equidad de ese estado que habían rechazado demandas



(viii) La Ley Sarbanes-Oxley.

No obstante lo antedicho, las reformas más importantes vinieron de la mano del Congreso Federal. En el año 2002, se sancionó la ley llamada Sarbanes-Oxley<sup>134</sup> descripta por el entonces presidente Bush como la más ambiciosa reforma de las prácticas de negocios norteamericanas desde los tiempos de Franklin Roosevelt. En efecto, por primera vez en la historia de los Estados Unidos, una ley federal incorporaba mandatos legislativos federales relativos al gobierno corporativo de las empresas, intentando rediseñar los pesos y contrapesos internos de las corporaciones<sup>135</sup>.

Naturalmente, la ley incluía la regulación o reforma de aspectos tradicionalmente captados por la regulación federal, tales como el suministro de información adicional a la SEC, los accionistas y los mercados y prohibiciones relacionadas con el tráfico de información privilegiada. Pero resultó novedosa en cuanto a la inclusión de disposiciones destinadas a regir en el ámbito interno de las corporaciones, como la relativa a la exigencia de contar con comités de auditoría totalmente independientes dentro del directorio o la de la certificación de los estados contables por parte de los administradores. También se incluyeron normas vinculadas a otros actores, como auditores, abogados, analistas y personas obligadas a denunciar irregularidades. La norma tuvo su costado penal, con disposiciones que creaban nuevos tipos penales (como el encubrimiento de la destrucción de documentos y registros contables y de auditoría), aumentaban las penas para delitos ya existentes, como el fraude mediante el uso de correos postales o electrónicos, y algunos parámetros específicos destinados a los jueces criminales en relación con altos ejecutivos.

---

de responsabilidad de directores con el fin de adoptar un estándar más riguroso de responsabilidad de directores que hubieran violado sus deberes fiduciarios (cfr. MacAvoy, Paul y Millstein, Ira, “*The Recurrent Crisis...*”, pág. 103. En este trabajo, los autores refieren cinco casos en que la Corte Suprema de Justicia de Delaware falló a favor de los accionistas y en contra de los directores, revocando decisiones de la Corte de Equidad que habían rechazado demandas de accionistas entre 2002 y 2003).

<sup>134</sup> Por el Senador Paul Sarbanes, demócrata, por Maryland, y el diputado Michael Oxley, republicano, por Ohio, impulsores de la ley.

<sup>135</sup> Cfr. Pargendler, Mariana, “*The Corporate Governance Obsession*”, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 470, 4 de febrero de 2015. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2491088>.

La Ley no estuvo exenta de críticas. Algunos autores ironizaron sobre el hecho de que Enron, al momento de su colapso, ya había alcanzado o incluso excedía los estándares impuestos por la nueva norma supuestamente destinada a prevenir futuros casos similares<sup>136</sup>. Se argumentó también que la norma plasmaba ideas de gobierno corporativo cuya eficacia no estaba comprobada empíricamente o incluso en algunos casos la evidencia demostraba directamente su ineficacia<sup>137</sup>. Algunas entidades manifestaron su apoyo a la ley, como la Mesa Redonda de Negocios, aunque otras manifestaron su rechazo, como la Cámara de Comercio de los Estados Unidos.

Adicionalmente, en la medida en que la norma incluía nuevas regulaciones, fue atacada bajo el argumento, ya clásico contra cada nueva regulación, de que los costos adicionales asociados con la necesidad de cumplir con los nuevos requisitos afectarían la competitividad de las empresas norteamericanas<sup>138</sup>.

También se criticaron sus aspectos penales, aduciendo que, en lugar de incrementar las penas, era necesario proveer de mayores recursos al Departamento de Justicia o a la SEC. El lenguaje ambiguo de las normas penales de la ley también fue objeto de críticas. Incluso se comentó que los legisladores estaban más interesados en demostrar que algo estaban haciendo con relación a la ola de escándalos corporativos, que en diseñar una norma eficaz, siendo mucho más barato y visible para el gran público aumentar las penas<sup>139</sup>. Sin embargo, en el año 2003, la Ley Sarbanes-Oxley fue modificada para incrementar aún más las penas en casos graves.

La sanción de la Ley Sarbanes-Oxley puso en cabeza de los directores la responsabilidad por el control interno de las actividades de la compañía, lo que llevó a

---

<sup>136</sup> Cfr. Macey, Jonathan, “*Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*”, Princeton University Press, 2010, pág. 81.

<sup>137</sup> Cfr. Romano, Roberta, “*The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*”, Yale Law Review, Vol. 114 (2005), pág. 1521.

<sup>138</sup> Cfr. Pargendler, Mariana, “*The Corporate Governance...*”, pág. 25. Un informe interno del Comité sobre Regulación del Mercado de Capitales (organización de investigación privada conformada por personalidades de la comunidad financiera, del derecho, de la profesión contable y por académicos) de 2006 abogaba por mayores derechos para los accionistas en lugar de mayores regulaciones.

<sup>139</sup> Cfr. Bowman III, Frank O., “*The Sarbanes-Oxley Act...*” pág. 231.

que los directorios establecieran una serie de mecanismos de control, incluyendo nuevos estándares de cumplimiento de normas internas y leyes, la emisión de múltiples informes de cumplimiento por parte de los gerentes a los comités de auditoría y a los directores y la creación de comités específicos destinados a monitorear la posible existencia de conflictos de interés, el desarrollo de programas de entrenamiento ético del personal y de los gerentes y la administración de líneas telefónicas gratuitas para denuncias anónimas, frecuentemente con exigencias mayores a las contenidas en la ley. En este sentido, mientras que los estándares de la ley Sarbanes-Oxley se convertían en el nuevo paradigma para el gobierno corporativo de las empresas, la Ley de Sociedades del Reino Unido de 2006 puso la valla aún más alta en la materia al sobrepasar incluso el Informe Cadbury emitido en 1992 en ese país al exigir a los directores mayores responsabilidades hacia un grupo más amplio de actores corporativos y sociales, tales como proveedores, clientes, consumidores, el público en general y el medio ambiente. El temor de que estas medidas atrayeran más inversiones hacia el Reino Unido que hacia los Estados Unidos, a raíz de la popularidad de esas medidas (incluso en el país americano), llevó a que muchos directorios adoptaran estándares más altos que los incluidos en la ley Sarbanes-Oxley.

La ley también creó la Junta de Supervisión de la Contabilidad de Empresas de Capital Abierto (*Public Company Accounting Oversight Board*), entidad privada sin fines de lucro destinada a controlar, regular, inspeccionar y sancionar a las empresas de auditoría externa de las compañías de capital abierto y a dictar normas contables. Uno de sus objetivos fue también la homogeneización de las normas contables locales con las internacionales.

Un aspecto interesante de esta ley fue el requisito de que se informara a la SEC si la corporación contaba con un código de ética para sus ejecutivos y, en caso de no tenerlo, las razones de dicha ausencia, así como cualquier cambio en dicho código. La Sección 406 (c) define al código de ética como un conjunto de estándares tendientes a promover entre los administradores una conducta honesta y ética, incluyendo el manejo honesto de cualquier conflicto de intereses, actual o potencial, entre el administrador y la compañía; el suministro de información completo, exacto, oportuno, comprensible y de buena fe contenida en las presentaciones periódicas que debe efectuar la corporación a la SEC; y el cumplimiento de toda la normativa vigente.

Si bien la compañía no está obligada por la regulación federal a contar con un

código de ética, la mayoría de los mercados en que cotizan las corporaciones de capital abierto sí lo exigen como requisito para aceptar una compañía como cotizante, como la Bolsa de Valores de Nueva York o el NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*).

(ix) La crisis de 2007-2008.

Cuando aún no se habían acallado las polémicas y las discusiones (e incluso continuaban las investigaciones y los procesos judiciales por los casos de fraude contable), se produjo el colapso de los mercados financieros mundiales de los años 2007-2008, caracterizado por la existencia de fraudes bancarios con hipotecas securitizadas, como así también escándalos relacionados con remuneraciones excesivas para los ejecutivos de grandes compañías. La expresión del momento era “administración de ingresos” para referirse a diversos fraudes corporativos mediante los cuales muchas compañías manipulaban sus números para alcanzar expectativas de mercado de corto plazo, frecuentemente utilizando sofisticados mecanismos difíciles de descifrar<sup>140</sup>. Gigantes financieros como Bear Stearns, Lehman Brothers, Fannie Mae y Freddie Mac, AIG y otros cayeron a raíz de la utilización de esos mecanismos fraudulentos. Esto trajo una caída estrepitosa de las bolsas<sup>141</sup> y se produjo una avalancha de quiebras de empresas comerciales de todo tipo, alcanzando a 6.000 solicitudes de quiebra por día en mayo de 2009 sólo en los Estados Unidos. Además, muchos grandes ejecutivos de empresas líderes, como Disney, Hewlett Packard, Boeing y AIG, fueron despedidos.

Nuevamente arreció el clamor por mayores reformas en el derecho de sociedades norteamericano y las compañías recibieron mayores presiones del público y de instituciones y organizaciones relacionadas con el mundo corporativo, así como por parte de accionistas organizados e inversores institucionales. Los objetivos eran que las compañías aumentaran la independencia de sus directorios, una tendencia que venía creciendo desde hacía varios años. Pero las demandas llegaron incluso a temas sociales,

---

<sup>140</sup> Cfr. Brown, Jill, “*Board and Top Management...*”, Pág. 19. El fenómeno comenzaba por la toma de hipotecas por parte de personas con escasa o nula capacidad de repago, la *securitización* del “paquete crediticio” a favor de inversores institucionales y su admisión a cotización en los mercados. Esto proceso muchas veces contaba con la aquiescencia de las calificadoras de riesgo.

<sup>141</sup> El Índice Dow Jones promedio industrial cayó de 14.000 puntos en julio de 2007 a menos de 7.000 en marzo de 2009.

como la inclusión de mujeres o de representantes de minorías raciales o de otro tipo en el directorio. Estas demandas sociales se basaban en la creencia de que un directorio más diverso era parte de prácticas corporativas más eficientes, pues la diversidad hacía más sensible a las compañías con respecto a los intereses de los empleados y consumidores<sup>142</sup>. Sin embargo, tuvieron poco eco en general en las grandes empresas, aun cuando la propia SEC adoptó en 2010 una reglamentación que exigía a los directorios informar aspectos relacionados con la diversidad sexual o racial en las propuestas para cubrir vacantes en su seno.

Algunas compañías también decidieron cambiar una tendencia existente en la composición de los directorios, que usualmente resultaban heterogéneos (especialmente los directores externos) en cuanto a su experiencia en el campo concreto de actividades de la compañía, incorporando directores más consustanciados con el objeto de la empresa<sup>143</sup>.

Los escándalos de la primera década del nuevo milenio evidenciaron, entre otras causas, que la avaricia personal, el apetito por el riesgo y el excesivo endeudamiento personal de algunas personas clave en los procesos de decisión exacerbaron la crisis financiera de 2007-2008<sup>144</sup>.

El rol supervisor de los directorios se convirtió en tema de estudio, a partir de que el foco de los escándalos cambió de los gerentes generales (CEOs) a los directores. El Subcomité del Senado sobre Investigaciones, debatiendo el rol de los directorios en el caso Enron, advirtió que, durante las entrevistas que llevó a cabo, los directores de Enron parecieron sorprendidos como cualquier persona por el colapso de la empresa, pero que

---

<sup>142</sup> Cfr. Brown, Jill, “*Board and Top Management...*”, pág. 20.

<sup>143</sup> *Ibidem*.

<sup>144</sup> Ídem, pág. 27. En el caso Madoff, por ejemplo, se describió la conducta de los gerentes de fondos de inversión, incentivados para no hacer caso de la insuficiencia de documentación, como “ignorancia culpable” (*willful ignorance*) (cfr. PBS Frontline: Financial/Economic Crisis. 2009, “*The Madoff affair*”. Disponible en línea en <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/madoff/view/>). Como intermediario exclusivo, Bernard Madoff exigía confidencialidad a sus clientes y ocultaba su asesoramiento en inversiones. A pesar de algunas denuncias a la SEC sobre el esquema de inversiones de Madoff efectuadas ya a principios del año 2000, aquella no actuó y el intermediario continuó operando hasta su arresto en 2008.

más de una docena de incidentes a lo largo de sólo tres años debió haberlos alertado sobre las actividades de la compañía. Por supuesto que los propios gerentes de alto nivel se culparon recíprocamente por las conductas ilícitas. En el marco del juicio por el caso WorldCom, el gerente financiero de esa empresa justificó su conducta fraudulenta alegando presiones del gerente general para que los números dieran resultados favorables<sup>145</sup>.

El afán de los directorios de controlar más a sus gerentes llevó a inevitables conflictos internos, dada la creciente desconfianza en el otrora omnímodo poder de aquellos<sup>146</sup>.

Otro tema de preocupación que ya había emergido en la década anterior, pero que luego de las turbulencias de los años 2000 cobró mayor importancia, fue la práctica usual en grandes compañías de que el gerente general fuera además el presidente de la compañía. Hacia el 2008 las compañías finalmente tomaron en serio este problema y vieron la necesidad de separar los roles y empezaron a actuar en tal sentido. En ese año, el 36% de las compañías incluidas en el índice de Standard & Poors había separado los roles de CEO y presidente.

Los índices de buenas prácticas corporativas continuaron perfeccionándose, pero no estuvieron tampoco exentos de críticas en el sentido de que promovían excesiva burocracia en las compañías y una mentalidad formularia (*checking-the-box mentality*) sin efectividad comprobada. Alguna evidencia existe de que esto podría ser cierto, dado que algunas compañías con buenas mediciones de gobierno corporativo, como Campbell Soup y Compaq Computers, experimentaron caídas en sus dividendos y un alto recambio de ejecutivos. En 2003, la SEC aprobó ciertas normas de gobierno corporativo de la Bolsa

---

<sup>145</sup> Cfr. Brown, Jill, “*Board and Top Management...*”, pág. 27.

<sup>146</sup> El caso de Carly Fiorina, CEO de Hewlett Packard, despedida en 2005, resulta paradigmático. En 2001, la revista Forbes la había mencionado como una de las treinta mujeres más poderosas de los Estados Unidos, pero, a pesar de su éxito inicial en mejorar la transparencia de la compañía, la cotización de las acciones de aquélla cayó en 2005 un 55% comparado con su valor al momento en que la ejecutiva se hizo cargo de su puesto en 1999. Por otro lado, el directorio se quejó en varias oportunidades por el estilo de conducción de Fiorina, especialmente su falta de comunicación y su incapacidad para dejar al directorio la confección de la agenda de sus propias reuniones y para escuchar las preocupaciones de los directores sobre los problemas financieros de la empresa (cfr. Brown, Jill, “*Board and Top Management...*”, pág. 28).

de Nueva York que exigían a los directores llevar a cabo auto-evaluaciones anuales sobre su desempeño así como del desempeño de sus comités.

Otra medida que las corporaciones empezaron a tomar, siguiendo presiones de los accionistas y activistas, fue la de poner en marcha planes escritos para la sucesión de gerentes generales. En 2003, el 10% de las compañías norteamericanas tenían planes de este tipo, número que creció hasta el 50% en 2010.

Una consecuencia de los escándalos financieros, como ya se dijo, fue el cambio del foco de atención de los gerentes generales a los directores como máximos responsables de supervisar las actividades de aquéllos. El objetivo era, al decir de ciertos autores, conciliar la necesidad de otorgar a los altos ejecutivos de la empresa un enorme poder discrecional para conducir los negocios sociales con la exigencia de hacerlos internamente responsables hacia el directorio y hacia los accionistas por el uso de dicho poder<sup>147</sup>.

Este cambio incluso dio lugar a que algunos autores hablaran de un nuevo paradigma de gobierno corporativo, el llamado modelo de la primacía de los directores.

No obstante, debe tenerse presente que la jurisprudencia sigue manteniendo el principio de la maximización del beneficio de los accionistas, si bien con matices.

(x) La Ley Dodd-Frank.

Como respuesta a la crisis de 2008, el presidente Barack Obama sancionó, en julio de 2010, la Ley de Protección a los Consumidores y de Reforma de los Mercados (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), llamada también la Ley Dodd-Frank, por el Senador Christopher Dodd y el diputado Barney Frank, que tuvieron gran participación en su elaboración.

El propósito principal de la ley es identificar y administrar potenciales amenazas para la estabilidad del sistema financiero norteamericano. Sus principales normas, en lo que se refiere a las corporaciones de capital abierto, se relacionan con la obligación para los directorios de requerir periódicamente la opinión de los accionistas para la aprobación

---

<sup>147</sup> Cfr. Monks, Roberts A. G. y Minow, Nell, “*Corporate governance*”. Chichester: John Wiley & Sons Ltd., New Jersey, 2008, pág. 185.

de las remuneraciones de ciertos gerentes. Esta opinión cumple un rol meramente asesor y no es vinculante para los directores. Sin embargo, la ley también requiere a los directores que, al menos una vez cada tres años, soliciten la aprobación expresa de los accionistas para dichas remuneraciones en la asamblea anual o en una asamblea especial convocada al efecto, aprobación que tampoco en este caso es vinculante para el directorio, aunque en la práctica aquel deberá tener una buena razón para insistir en su política de remuneraciones en contra del voto de los accionistas.

La ley también exige a las instituciones del mercado que prohíban a los agentes votar acciones de sus mandantes, sin instrucciones expresas sobre el sentido de dicho voto. La Bolsa de Comercio de Nueva York adoptó esta norma poco después de la sanción de la ley.

La Sección 954 de la ley agregó la Sección 10D a la Ley de Mercados de Valores de 1934 mediante la que se solicita a la SEC que expida normas que prohíban a un mercado nacional aceptar una compañía como cotizante a menos que ésta haya elaborado e informado una política relativa al reembolso de las remuneraciones basadas en incentivos pagadas a sus ejecutivos, en ciertas circunstancias. Esta política debe incluir al menos que, en caso de que la empresa rectifique sus estados contables como consecuencia de un incumplimiento sustancial de normas de información federales, podrá recuperar de sus ejecutivos actuales o pasados, cualquier remuneración basada en incentivos (incluyendo opciones sobre acciones) pagadas durante los tres años anteriores a la fecha de la rectificación, en exceso de lo que se hubiera pagado conforme a los estados contables rectificadas. No se requiere la demostración de una conducta ilícita por parte del ejecutivo, sino que la norma deberá aplicarse automáticamente.

La Sección 952 también agregó una Sección 10C a la Ley de Mercados de Valores de 1934, que solicita a la SEC el dictado de una regla que exija a los mercados nacionales aceptar una compañía como cotizante a menos que cumpla con ciertos requisitos relativos a los comités de remuneraciones. La regla en cuestión deberá exigir que todos los miembros del comité de remuneraciones del directorio sean independientes. Se deberán incluir también normas relativas a la independencia de los asesores o consultores del comité. La SEC dictó la norma correspondiente en junio de 2012. La totalidad de los mercados lo hizo durante el año 2013.

También se incluyen normas sobre información a los accionistas sobre la relación



entre las remuneraciones pagadas a los ejecutivos y la performance financiera de la compañía, así como otros detalles sobre remuneraciones.

Un aspecto interesante de la norma es la Sección 972, que agrega una Sección 14B a la Ley de Mercados de Valores de 1933, solicitando a la SEC que emita normas exigiendo a las compañías que informen en su solicitud anual de poderes a los accionistas las razones porque los cargos de presidente del directorio y de gerente general están separados o reunidos en una misma persona. La SEC dictó la norma pertinente.

Un capítulo de gran importancia, al menos en las intenciones de los impulsores de la ley, es el de los informantes o denunciantes (*whistleblowers*, en la terminología norteamericana, literalmente los que suenan el silbato). En este sentido, la Sección 922 incorpora una sección 21F a la Ley de Mercado de Valores de 1933 solicitando a la SEC que emita normas que premien a quienes voluntariamente suministren información a dicha entidad sobre la violación de las leyes federales sobre valores, siempre que dicha violación lleve a una acción exitosa que resulte en sanciones económicas superiores a un millón de dólares. El monto de la recompensa será entre el 10% y el 30% de las sanciones monetarias y será evaluado por la SEC en función de la importancia de la información y el grado de colaboración por parte del denunciante. Por otro lado, la ley incrementa sustancialmente los incentivos para que los empleados y otras personas informen violaciones de la ley a la SEC. Ésta ha dictado reglas reglamentando esta sección de la ley y también estableciendo normas para asegurar la confidencialidad y el anonimato de los denunciantes y prohibiendo cualquier medida de la empresa tendiente a castigarlos<sup>148</sup>.

Finalmente, la Sección 971 de la ley introduce algunas reformas en las reglas sobre solicitud de mandatos de voto a los accionistas, especialmente para flexibilizar las normas sobre propuestas de candidatos al directorio por parte de ciertos accionistas.

(xi) El resurgimiento de los *stakeholders*.

En los últimos años, especialmente a partir de la crisis pandémica del Covid-19, diversas voces han redoblado la presión para provocar un cambio en el paradigma de la

---

<sup>148</sup> Los montos a pagar a los denunciantes anónimos pueden ser considerables. En junio de 2021, la SEC anunció pagos a dos personas por un total de casi 23 millones de dólares (información suministrada por el sitio Lexology.com).

primacía de los accionistas en busca de una participación toma de conciencia sobre los efectos de las actividades empresariales sobre otros actores, los llamados *stakeholders* (consumidores, trabajadores, medio ambiente, comunidades, etc.).

En agosto de 2019, la Mesa Redonda de Negocios emitió nuevos Principios de Gobierno Corporativo con el fin de impulsar un estándar moderno de responsabilidad social empresarial. Estos principios se apartan del modelo de la primacía de los accionistas y buscan un modelo más sustentable. En enero de 2020, el Foro Económico Mundial de Davos tuvo como lema “*Stakeholders for a Cohesive and Sustainable World*” (*stakeholders* para un mundo sustentable y cohesionado), en vistas a renovar el concepto de capitalismo de los *stakeholders* a fin de superar la desigualdad de la riqueza, las divisiones sociales y la crisis climática.

Entre los puntos que se consideran importantes para avanzar en este nuevo paradigma pueden mencionarse el consumo consciente, la inversión socialmente responsable, los aportes a instituciones benéficas, las iniciativas corporativas sustentables, el respeto por los derechos humanos, la creación de nuevas estructuras legales (corporaciones B, compañías limitadas de bajo lucro, entre otros).

De todas maneras, este proceso llevará sin dudas un tiempo hasta que tenga reflejo en las regulaciones legales y en la jurisprudencia<sup>149</sup>.

Por su parte la SEC ha propuesto en 2022 normas que obligan a las compañías a suministrar información sobre riesgos asociados al cambio climático<sup>150</sup>.

## 2.- El régimen societario actual en los Estados Unidos.

Una de las características de la realidad societaria norteamericana que suele mencionarse como distintiva respecto de otras partes del mundo es el hecho de que las

---

<sup>149</sup> Una reciente decisión de la Corte de Equidad del estado de Delaware vino a recordar a directores y funcionarios los riesgos de no tener en cuenta el principio de la maximización de los beneficios de los accionistas en sus decisiones de negocios (caso “*Pattern Energy Group Inc. Stockholders Litigation*”, del 6 de mayo de 2021, disponible en línea en <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2021/c-a-no-2020-0357-mtz.html>).

<sup>150</sup> Cfr., por ejemplo, Horne, Melissa, McGuffey, Mac y Wortzel, Andrea, “*SEC Publishes Proposed Rule Requiring Climate Disclosures*”, publicado el 30/3/2022 en [www.lexology.com](http://www.lexology.com).

sociedades de capital más importantes de ese país son de capital abierto (*public corporations*), es decir, cotizan en un mercado de valores. De ahí que la inmensa mayoría de los trabajos doctrinarios y de la jurisprudencia sobre el tema en ese país estén relacionados con ese tipo de sociedades.

De esto no debe deducirse, sin embargo, que las sociedades de capital abierto sean mayoría en los Estados Unidos. Por el contrario, todavía hoy la gran mayoría de las sociedades de capital en dicho país son cerradas (*close corporations*). Es claro, no obstante, que la sociedad abierta concentra el interés de los juristas, del estado y del público por su enorme peso en la economía nacional. Algunos números son reveladores. Las grandes compañías de capital abierto por sí solas concentran más de treinta millones de accionistas. Resulta natural entonces que este tipo de sociedades presente los mayores desafíos para los operadores del derecho.

En este apartado, nos concentraremos en la exposición del régimen aplicable a las sociedades abiertas, no sólo por su importancia económica, sino sobre todo porque resulta pertinente para el tema de este trabajo. Algunos comentarios serán aplicables, lógicamente a las corporaciones en general.

#### (A) Características del sistema societario en los Estados Unidos.

Como comentario general, cabe recordar que la legislación aplicable a las sociedades de capital en los Estados Unidos es más restrictiva que la relativa a las sociedades de personas (*partnerships*). No bastará entonces un mero acuerdo informal de los socios para su constitución, sino que deberá cumplirse con el proceso de registración ante la autoridad estadual correspondiente (*incorporation*). Con todo, la normativa sobre corporaciones es notoriamente más flexible que la legislación societaria aplicable a las sociedades anónimas en los países de tradición romanista<sup>151</sup>. Esto ha llevado a la creencia generalizada de que la legislación societaria estadounidense es una de las más avanzadas del mundo. No obstante, se trata de una visión simplificada. Como se dijo en otro lugar, el sistema norteamericano se apoya en tres pilares: legislación (estadual y federal), jurisprudencia y realidad de los mercados. Estos tres factores generan un delicado equilibrio que asegura, en términos generales, la eficacia de la gran corporación de capital abierto que la han colocado normalmente, aunque con altibajos a lo largo de los años, en

---

<sup>151</sup> Reyes Villamizar, Francisco, “Derecho Societario...”, pág. 158.

una posición de liderazgo mundial. No se trata sólo entonces de comparar legislaciones, sino de un conjunto de elementos propios de la idiosincrasia estadounidense que en ocasiones no resulta fácil trasplantar a otras realidades. Este es un error frecuente en muchos países, generalmente tributarios de la tradición continental europea, que, en el afán de generar mayor eficiencia en sus mercados de capitales, trasladan a su legislación institutos o normas regulatorias propias del derecho estadounidense. No es que tales experimentos estén destinados necesariamente al fracaso, pero sí es importante analizar profundamente las normas a importar, el contexto en que fueron creadas y en el que funcionan y la aplicación concreta que de ella hacen los jueces de su país de origen. Es claro que este análisis pocas veces se hace con la seriedad necesaria ocasionando conflictos de compatibilización con normas locales, como tendremos ocasión de ver más adelante.

En el sistema societario actual de los Estados Unidos se ha dejado de lado la llamada doctrina de la especialidad del objeto social y su corolario, el sistema del *ultra vires*. Hoy rige la posibilidad de constituir una corporación con objeto social totalmente indeterminado<sup>152</sup>.

Esta es una importante diferencia con las legislaciones de cuño civilista en que las sociedades deben tener un objeto social claramente definido en sus estatutos, lo que conlleva a una limitación en la capacidad del ente y a que cualquier acto no comprendido en su objeto resulte nulo y no vinculante para la sociedad. Por otro lado, este sistema tiene la ventaja de permitir a los socios controlar la actividad de los administradores, quienes no pueden apartarse de las actividades comprendidas en el objeto social<sup>153</sup>.

---

<sup>152</sup> Se constituyen corporaciones para llevar a cabo cualquier actividad lícita (*any lawful business*, en la terminología de la mayoría de las leyes societarias estatales y de la sección 3.01, de la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios (*Model Business Corporation Act*), de 2002 (revisada en el año 2016). Esta ley modelo fue redactada en 1950 a iniciativa de la Asociación Estadounidense de Colegios de Abogados (*American Bar Association*) con el fin de intentar unificar las diferentes legislaciones estatales. Hasta el presente veinticuatro estados la han adoptado, entre ellos Arizona, Florida, Georgia, Illinois, New Hampshire, North Carolina, South Carolina, Washington y Wisconsin.

<sup>153</sup> También en los Estados Unidos se propuso ya desde 1945 que la cláusula referida al objeto tenga un efecto meramente interno, funcionando, así como un límite a la actuación de los administradores, aunque sin efecto respecto de terceros (cfr. Reyes Villamizar, Francisco, “*Derecho Societario...*”, pág. 159, nota 133. La sanción de la ley 27.349, de Capital Emprendedor, creó las sociedades por acciones

Otra característica importante del sistema societario norteamericano es la posibilidad de constituir corporaciones de un solo socio, sin restricciones de ningún tipo. En los países inspirados en las doctrinas contractualistas francesas, se exigió siempre la pluralidad de socios, aunque ya desde hace varios años dichas legislaciones han consagrado la figura de la sociedad unipersonal<sup>154</sup>.

Aunque ya se ha mencionado, un componente típico de la legislación societaria estadounidense es su origen estadual. Además de lo ya e, cabe agregar que una consecuencia de esto es la falta de una definición normativa específica de lo que es una corporación para fines federales, por ejemplo, impositivos. Precisamente, la autoridad impositiva federal (*Internal Revenue Service*) ha fijado criterios para determinar la presencia de contribuyentes que puedan calificar como sociedades de capital, sin tener en cuenta la terminología de las diferentes legislaciones estaduales<sup>155</sup>.

Ellos son:

- Término de duración indefinido (*continuity of existence*). Esto se refiere a la posibilidad de pactar en el documento constitutivo la duración perpetua. Correlativamente, ello implica que la muerte de un socio, su retiro, quiebra, incapacidad sobreviniente o la

---

implificadas (SAS) que, en su artículo 36, inciso 4 (en su texto actual modificado por la ley 27.444), establece que el objeto social de las SAS podrá ser amplio y plural y que las actividades que lo constituyan podrán guardar o no conexidad en relación entre ellas. Esto ha hecho que muchos autores sostengan (en opinión que comparto) que esta regulación legal ha abandonado totalmente la noción del *ultra vires* y del objeto social como límite a la actuación de los administradores, puesto que, si los socios pactan un objeto amplio y plural no habrá prácticamente actividades extrañas a ese objeto y por ende la actuación de la SAS, a través de sus administradores, estará equiparada a la de las personas humanas (cfr., por ejemplo, Barreiro, Marcelo y Balbín, Sebastián, “*El objeto social como elemento facultativo del contrato social en la sociedad cerrada*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Advocatus, Córdoba, 2019, Tomo II, págs. 1.397 y ss.). De hecho, y sugestivamente, la sección 3.02, de la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios, establece que la corporación tendrá las mismas capacidades que una persona humana para realizar cualquier cosa necesaria o conveniente para llevar adelante sus negocios.

<sup>154</sup> Alemania desde 1980 y Francia desde 1985. Nuestro país desde las modificaciones efectuadas en agosto de 2015 a la LGS por la ley No. 26.994.

<sup>155</sup> Cfr. Reyes Villamizar, Francisco, “*Derecho Societario...*”, págs. 167 y ss.

enajenación forzada de su participación en el capital no debe, en principio, producir la disolución de la compañía; y

- Administración centralizada (*centralized management*). La conducción de los negocios sociales debe estar conferida a un órgano de administración, sin que los socios tengan esa facultad. Los miembros del directorio son elegidos por los accionistas en una asamblea anual o mediante un consentimiento por escrito de los accionistas, salvo prohibición de los estatutos<sup>156</sup>. Los candidatos a miembros del directorio pueden ser propuestos por el propio directorio o por los accionistas. Durante la primera década de este siglo, muchas compañías de capital abierto no incluyeron propuestas de directores efectuadas por los accionistas en los documentos relativos a los votos por poder (*proxy materials*) a ser presentados a la SEC. Dado que muchos accionistas votan con anticipación a la celebración de la asamblea anual mediante poder, la oportunidad de proponer directores efectivamente se pierde. En un esfuerzo por modificar esta tendencia, la SEC emitió el 25 de agosto de 2010 una disposición que exigía, entre otras cosas, que la compañía incluyera, en su presentación anual de documentos relativos a los votos por poder, los nombres de los directores propuestos por accionistas que lo hayan sido por al menos tres años, que representen al menos un tres por ciento del capital social y que no tengan intenciones de cambiar el control de la compañía. En julio de 2011 la norma fue declarada inconstitucional por la Corte de Apelaciones Federal del Distrito Columbia<sup>157</sup>. Hasta el presente, la SEC no ha dictado normas en este sentido, a pesar de cierto apoyo recibido por parte de la comunidad de negocios.

Normalmente, los miembros de los directorios de las corporaciones norteamericanas son elegidos mediante el sistema de votación acumulativa (*cumulative voting*) que permite la representación proporcional de todas las facciones de accionistas.

---

<sup>156</sup> Cfr. sección 211(b), de la Ley General de Corporaciones de Delaware (con algunas limitaciones) y secciones 7.04, 7.28 y 8.03, de la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios.

<sup>157</sup> Caso “Business Roundtable and Chamber of Commerce of the United States of America c. Securities and Exchange Commission”, Fallo del 22 de julio de 2011, disponible en línea en [https://www.cadc.uscourts.gov/internet/opinions.nsf/89BE4D084BA5EBDA852578D5004FBBBE/\\$file/10-1305-1320103.pdf](https://www.cadc.uscourts.gov/internet/opinions.nsf/89BE4D084BA5EBDA852578D5004FBBBE/$file/10-1305-1320103.pdf). Significativamente el principal argumento de la Corte para declarar inconstitucional la norma fue que la SEC no había hecho un adecuado análisis previo de la relación costo-beneficio y del impacto económico de la regla.

En muchos estados, sin embargo, se permite optar por un sistema de elección de voto mayoritario, permitiendo que la totalidad del directorio sea elegido por un solo accionista o grupo de accionistas.

Otro sistema de elección utilizado es el de elección escalonada (*staggered boards*). Este sistema implica que se determine un número máximo de miembros del directorio que puede ser renovado anualmente. Así, cada miembro cumple un determinado período, generalmente de dos o tres años, antes de ser reemplazado<sup>158</sup>. A través de este mecanismo, se consolidan las estructuras de control y es una forma también de impedir una toma hostil de control por parte de terceros. Sin embargo, los inversores institucionales tienden a mirar con desaprobación a las compañías con directorios elegidos por términos escalonados. En los últimos años, muchas grandes compañías han eliminado a los directorios divididos en clases y elegidos en forma escalonada<sup>159</sup>.

Normalmente un directorio elegido en forma escalonada está asociado a la división de los directores en clases. La mayoría de las leyes societarias estatales permiten la división de los directores en dos o más clases. Las reglas de cotización de la Bolsa de Valores de Nueva York y la mayoría de los estados (entre ellos Delaware) permiten hasta tres clases de directores. Esta división de los directores en clases puede ser al sólo efecto de escalonar sus términos de ejercicio o como resultado de la elección por una o más clases de accionistas, en el caso en que la compañía haya emitido distintas clases de acciones. Adicionalmente, algunas leyes estatales permiten que el estatuto otorgue a los directores de una clase (elegidos o no por una clase de accionistas) mayor poder de voto que los de otras clases, es decir, más de un voto<sup>160</sup>.

#### (B) Representación de la sociedad. Funcionarios.

El directorio es el que administra la sociedad y fija sus políticas de actuación. En el ejercicio de sus funciones, tiene la potestad de designar funcionarios encargados de

---

<sup>158</sup> Por ejemplo, en un directorio de diez miembros, puede pactarse que cada año sólo podrán cambiarse dos de ellos, sin que la asamblea pueda remover a los demás.

<sup>159</sup> Casi el 70% de las compañías listadas en el Índice S&P 500 (cfr. Landefeld, Stewart, Moore, Andrew, Fischer, Jens y Eiting, Brian, “*The Public Company Handbook: A Corporate Governance and Disclosure Guide for Directors and Executives*”, Cuarta Edición, RR Donnelley, 2011, págs. 130 y ss.).

<sup>160</sup> Cfr. sección 141(d), de la Ley General de Corporaciones de Delaware.

ejercer la representación del ente y de ejecutar las directrices fijadas por el directorio. En las grandes corporaciones existen muchos y muy variados funcionarios (*officers*) que llevan a cabo una amplia variedad de funciones determinadas por el acta constitutiva (*articles of incorporation*) o, más usualmente, por el reglamento interno (*by-laws*). Generalmente se designa un gerente general (*chief executive officer* o CEO), un presidente (*president*), uno o más vicepresidentes (*vicepresidents*), un tesorero (*treasurer*) y un secretario (*secretary*).

Sin embargo, no existe en el derecho norteamericano, como en los derechos de origen civilista, una nítida atribución de funciones y facultades a los distintos funcionarios societarios, como así tampoco de las funciones de representación. En general, las legislaciones de los distintos estados distinguen entre el objeto social y las capacidades de la compañía y de ahí que en ocasiones no es sencillo determinar quién tiene la facultad de representar a la corporación en sus relaciones con los terceros. A fin de resolver esta cuestión, tradicionalmente se ha echado mano de las reglas aplicables al mandato, denominada teoría de la agencia (*agency*). De esta manera, se considera que los funcionarios societarios son mandatarios (*agents*) de la corporación y, por lo tanto, tienen la facultad de obligarla en la medida en que tengan las correspondientes facultades (*authority*). En este sentido, la jurisprudencia desde antaño ha distinguido entre representación real y aparente. Ya en 1959 un fallo de la Cámara Federal de Apelaciones para el Segundo Circuito sostuvo que: “*La regla más ampliamente citada es que el presidente sólo tiene autoridad para obligar a la compañía por actos realizados en el curso ordinario de los negocios, pero no por actos de naturaleza extraordinaria. Lo esencial de esa regla descansa en el contenido del término ‘extraordinaria’, el cual está sujeto a una amplia interpretación*” (“*Lee c. Jenkins Brothers*”, 268 F.2d. 357). La regla aludida en el fallo había sido desarrollada a fines del siglo XIX y principios del XX, cuando las potencialidades de la corporación recién empezaban a apreciarse. A medida que la utilización de ese tipo societario se generalizaba, se hizo evidente que muchas corporaciones no funcionaban de la manera en que tradicionalmente se las había entendido. Como se dijo antes, los funcionarios societarios empezaron a tomar el control de los asuntos sociales, en detrimento del directorio. Como consecuencia de esto, los terceros empezaron a confiar en las facultades de representación de aquellos funcionarios



en el desarrollo de sus transacciones con la sociedad<sup>161</sup>. De ahí que se desarrollara la doctrina de la representación aparente.

En un documento de 1994, el Instituto de Derecho Norteamericano (*American Law Institute*), afirmaba: “... la regla modernamente aceptada es que, a menos que exista una norma societaria en contrario que los terceros pudieran razonablemente conocer, el presidente de la compañía tiene autoridad aparente en virtud de su cargo para llevar a cabo actos en el curso ordinario de los negocios, pero no acciones extraordinarias...”<sup>162</sup>. Continúa diciendo el referido documento que: “Lo que debe entenderse como ordinario o extraordinario es, naturalmente, una cuestión de hecho. Sin embargo, en general, las decisiones que implican un cambio significativo en la estructura de los negocios de la corporación o en la estructura de control son acciones extraordinarias y, por lo tanto, se encuentran en principio fuera de las facultades de los ejecutivos principales”. La jurisprudencia, al principio, tendió a ser restrictiva en la determinación de las facultades de los funcionarios societarios, en parte como consecuencia de la aplicación del principio legal de que los negocios sociales deben ser administrados por el directorio. Sin embargo, rápidamente se volvió más flexible<sup>163</sup>. Como lo afirmara la Cámara Federal de Apelaciones para el Segundo Circuito en el mencionado caso “Lee c. Jenkins Brothers”: “... muchos jueces han notado la injusticia que se causa por la práctica de permitir que las sociedades actúen generalmente por conducto de sus funcionarios y que, más tarde, al darse cuenta de que el contrato no resultaba beneficioso, decidan desligarse del cumplimiento de dicho contrato mediante el argumento de que el funcionario carecía de legitimación real para celebrarlo”<sup>164</sup>.

En este sentido, la Sección 142 (a), de la Ley General de Corporaciones del Estado de Delaware, establece que cada sociedad podrá tener funcionarios con los cargos y deberes que establezcan sus reglamentos o una resolución del directorio que no sea inconsistente con los reglamentos. Como se ve, la norma es amplia y deja al reglamento

---

<sup>161</sup> Cfr. Hamilton, Robert, “*Cases and Materials...*”, pág. 579.

<sup>162</sup> American Law Institute, “*Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*”, pág. 84.

<sup>163</sup> Cfr. Hamilton, Robert, “*Cases and Materials...*”, pág. 583.

<sup>164</sup> Traducción del autor.

y al directorio la determinación de las facultades de los funcionarios y su capacidad de representar a la sociedad. Varias normas de la ley mencionada dejan claro que los funcionarios no tienen la facultad de obligar a la sociedad en caso de actos fuera del curso ordinario de los negocios (Secciones 151, 152, 251 a 266 y 271 a 285)<sup>165</sup>.

En definitiva, la decisión de cuánto poder se otorga a los funcionarios y de qué nivel de compromiso tendrán los directores en las actividades de la compañía dependerá de cada directorio.

En el caso del presidente, cuando ostenta además el cargo de CEO, la jurisprudencia le ha otorgado la representación implícita de la sociedad para celebrar cualquier contrato o realizar cualquier acto que esté dentro del curso ordinario de los negocios debido al poder que detenta para supervisar y conducir los negocios sociales. En tal caso, sus poderes son mayores que los que tendría el presidente por sí solo<sup>166</sup>.

El vicepresidente, por el contrario, suele ser designado para supervisar una determinada rama de los negocios de la compañía o una determinada área, tal como la financiera o de marketing o de ventas. Suele reportar directamente al directorio, aunque en ocasiones pueden hacerlo al CEO o al presidente. En cuanto a sus facultades de representación, en ausencia de reglas claras establecidas en los estatutos o en el reglamento de la corporación, la jurisprudencia es escasa. No obstante, algunos autores, siguiendo la interpretación amplia de la representación aparente, consideran que puede tener legitimación implícita para representar a la sociedad, siempre que, al menos en apariencia, se encuentre cerca de la cúspide dentro de la jerarquía administrativa de la sociedad.

Por su parte, el secretario es la persona responsable de mantener los libros y registros de la corporación, incluyendo los libros de actas de asamblea de socios y de reuniones de directorio. Específicamente, se encarga de certificar las actas de resoluciones sociales o del directorio las que, con su firma, se convierten en actos auténticos. En ese carácter, asiste a las reuniones y asambleas. Por otro lado, como encargado de los libros

---

<sup>165</sup> Cfr. Forrester, Christopher M. y Ferber, Celeste S., *"Fiduciary Duties and Other Responsibilities of Corporate Directors and Officers"*, Quinta Edición, RR Donnelley, 2012, págs. 1 y ss.

<sup>166</sup> Ver el fallo de la Corte Suprema de Justicia de California en el caso "Memorial Hospital Association of Stanislaus County c. Pacific Grape Products Co.", 22-11-1955, 45 CAL.2D. 634.

y registros sociales, es el funcionario encargado de certificar documentos y sus copias frente a terceros.

Otro funcionario importante en el esquema de organización societaria es el tesorero el que, en ocasiones es el cargo financiero más alto en la estructura, aunque muchas compañías asignan esa función al gerente financiero (*chief financial officer*). El tesorero es el encargado de administrar los fondos sociales, así como supervisar los aspectos contables del negocio. En grandes corporaciones no sólo existe el gerente financiero que cumple el rol del tesorero, sino que también se designa un auditor de cuentas o *controller* que realiza las funciones contables y un vicepresidente de finanzas que está a cargo de los aspectos financieros del negocio. Naturalmente, estos funcionarios carecen de facultades de representación frente a terceros, aunque el tesorero o quien cumple su función suele ser quien firma los cheques en nombre de la sociedad.

Además de estos funcionarios, las leyes societarias estatales permiten que la corporación designe a todos aquellos funcionarios que estime necesarios, tanto mediante su inclusión en el reglamento interno (*bylaws*) o por resolución del directorio<sup>167</sup>.

Las compañías suelen nombrar otros funcionarios tales como gerentes de ventas, de marketing, de tecnología, etc. Si estos funcionarios son designados en el reglamento, tendrán las facultades y deberes allí establecidos, incluyendo su lugar en la estructura societaria. Muchas empresas suelen hacer distinciones entre gerentes ejecutivos (*executive officers*) y gerentes a secas (*officers*). Los primeros son vistos como los principales funcionarios societarios y los segundos como una suerte de funcionarios menores, pero sin los mismos poderes y responsabilidades<sup>168</sup>. En cuanto a las facultades de representación de estos empleados frente a terceros, dependerán de sus poderes de actuación, según lo establezca el reglamento de la sociedad. Normalmente, podrán obligar a la sociedad dentro del ámbito de su actuación.

En cuanto a los miembros del directorio que no son, simultáneamente, funcionarios de la sociedad, la Ley General de Corporaciones del Estado de Delaware les niega capacidad de representar u obligar a la sociedad frente a terceros. En otros estados,

---

<sup>167</sup> Cfr. Ley General de Corporaciones del Estado de Delaware, sección 142.

<sup>168</sup> Cfr. Forrester, Christopher M. y Ferber, Celeste S., "*Fiduciary Duties...*", Quinta Edición, RR Donnelley, 2012, pág. 4.

las leyes societarias establecen que el director que preside las reuniones del directorio es también un funcionario y, por lo tanto, goza de facultades de representación<sup>169</sup>. Fuera de este caso, los directores que no tienen, además, funciones de administración sólo actúan en cuanto miembros del directorio.

En cuanto a la responsabilidad de los funcionarios, las leyes societarias estatales y la doctrina y jurisprudencia en general no hacen distinciones entre la responsabilidad de los directores y la de los funcionarios, al menos de los principales funcionarios<sup>170</sup>.

(C) Funcionamiento del directorio.

Así como el presidente y/o el gerente general (*chief executive officer*) es responsable por el manejo diario de los negocios sociales, el director que preside las reuniones de directorio (*chairman* o *chairperson*) es el encargado de manejar los asuntos del directorio. Muchas compañías prevén en sus reglamentos que el *chairman* está facultado para convocar a reuniones de directorio, establecer la agenda y presidir las reuniones. La manera concreta de convocar a las reuniones, así como también los momentos y tiempos en que deben ser convocadas están especificados en el reglamento social, pero muchas corporaciones prefieren usar la norma supletoria prevista en algunas leyes estatales que establece que las reuniones del directorio serán convocadas con un mínimo de anticipación<sup>171</sup>.

---

<sup>169</sup> Así, por ejemplo, lo establece la sección 312, del Código de las Corporaciones del Estado de California.

<sup>170</sup> Sin embargo, el fundamento de la responsabilidad de ambos grupos no debería ser idéntico, dada la distinta naturaleza jurídica de su relación con la corporación (cfr. en este sentido el interesante artículo de Lyman Johnson y David Millon, “*Recalling why Corporate Officers are Fiduciaries*” (William and Mary Law Review, No. 46, 2005, págs. 1597-1653), que desarrolla la tesis de que los funcionarios tienen deberes fiduciarios hacia la sociedad y los accionistas aplicando la teoría de la agencia. Debe tenerse presente, dicen los autores citados, que la responsabilidad de los funcionarios debe analizarse caso por caso en relación con las funciones específicas que desarrollan.

<sup>171</sup> La Ley General de Corporaciones del estado de Delaware nada dice sobre este punto. La Ley Modelo de Corporaciones de Negocios dispone en su sección 8.22 que, excepto lo previsto en los estatutos y reglamentos de la sociedad, las reuniones de directorio ordinarias podrán realizarse sin aviso previo y las especiales o extraordinarias deberán convocarse con al menos dos días de anticipación, indicando el día, hora y lugar de la reunión, aunque no es necesario acompañar la agenda, salvo previsión en contrario de los estatutos o reglamentos. La sección 307 (2), del Código de las Corporaciones del estado de California,

Los directores pueden renunciar, en cualquier momento, a ser notificados de las convocatorias a reuniones de directorio ya sea por escrito o personalmente en una reunión anterior. Normalmente el orden del día de las reuniones y cualquier documentación necesaria con el fin de tratar los temas propuestos son distribuidos con antelación suficiente a los directores de manera que éstos puedan prepararse convenientemente y hacer contribuciones útiles.

En el reglamento de la sociedad se suele prever qué cantidad de directores constituye un quórum suficiente para sesionar, aunque las leyes estatales suelen establecer un quórum mínimo equivalente a la mayoría de los directores<sup>172</sup>.

Las reuniones de directorio pueden llevarse a cabo de manera presencial o por teléfono o videoconferencia<sup>173</sup>.

Una vez que la reunión de directorio ha sido debidamente convocada y con el quórum necesario, el voto de la mayoría de los directores presentes será suficiente para adoptar resoluciones válidas, a menos que el estatuto o el reglamento establezcan una mayoría agravada<sup>174</sup>.

Además de adoptar resoluciones en el seno de una reunión de directorio, éste puede tomar decisiones mediante la suscripción de un consentimiento por escrito, el que debe ser firmado por todos los directores. El consentimiento por escrito unánime de todos los directores constituye una decisión válida efectiva el día en que todas las firmas han

---

establece que las reuniones ordinarias del directorio podrán convocarse sin aviso previo, siempre que en los estatutos o reglamentos de la sociedad se prevea el día y lugar usuales de reunión y que las reuniones especiales del directorio deberán convocarse con una anticipación de al menos cuatro días si la convocatoria se envía por correo, o cuarenta y ocho horas si la convocatoria se hace por teléfono u otros medios electrónicos, como el e-mail. también se establece que los estatutos o reglamentos no pueden dispensar del requisito del aviso previo en el caso de las reuniones especiales del directorio.

<sup>172</sup> Por ejemplo, sección 141 (b), de la Ley General de Corporaciones de Delaware, y sección 8.24 (b), de la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios.

<sup>173</sup> Sección 141(i), de la Ley General de Corporaciones de Delaware, y sección 8.20(b), de la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios.

<sup>174</sup> Sección 141(b), de la Ley General de Corporaciones de Delaware, y sección 8.24(c), de la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios.

sido obtenidas<sup>175</sup>. La ley General de Corporaciones del Estado de Delaware permite que el consentimiento pueda ser obtenido también mediante transmisión electrónica. Estas normas son supletorias. El estatuto o el reglamento pueden contener disposiciones más restrictivas en esta materia o eliminar directamente esta posibilidad.

Con cierta frecuencia, los directores alegan tener la facultad de votar por poder en las reuniones de directorio. Sin embargo, al contrario que los accionistas, los directores no pueden votar por poder. La esencia de la efectividad del directorio es su habilidad para llevar adelante discusiones sobre temas sustanciales en las que todos los intervinientes puedan ser oídos y oír a los demás. La posibilidad de que uno o más miembros del directorio pueda ser individualmente instruido en privado sobre un tema y luego pueda suministrar su voto privadamente mediante el otorgamiento de un poder a un tercero es contrario al principio de una sólida deliberación sobre los asuntos sociales en el seno del directorio. Así lo ha determinado la jurisprudencia norteamericana desde antaño<sup>176</sup>.

En general se recomienda, especialmente en las compañías que cotizan en mercados de valores, que se organicen reuniones de directorio de manera que asistan a ella todos o la mayoría de sus miembros, especialmente en asuntos sensitivos o de importancia. En este sentido, las regulaciones de la SEC requieren que las compañías que estén bajo la obligación de informar conforme a la Ley de Mercados de Valores de 1934 hagan saber cuándo los directores han dejado de asistir al 75% de las reuniones de directorio o de comités del directorio de que sean miembros, dentro del período de un año.

La mayoría de los directorios establecen entre cuatro y doce reuniones regulares en el año para discutir las actividades de la compañía y considerar varias propuestas hechas por los comités del directorio y los gerentes.

El directorio puede también convocar a reuniones extraordinarias para tratar asuntos importantes o de envergadura, tales como fusiones o adquisiciones, *joint-ventures* y ofertas de valores.

---

<sup>175</sup> Sección 141(f), de la Ley General de Corporaciones de Delaware y sección 8.21, de la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios. Un sistema similar se ha previsto en la ley 27.349 de creación de las sociedades por acciones simplificadas.

<sup>176</sup> Cfr. fallo de la Corte de Equidad del estado de Delaware de 1927 en autos “Arcadia Dairies, Inc.”; 15 Del. Ch. 248 (1927).

(D) Los comités del directorio.

Además de actuar como cuerpo colegiado en su conjunto, los directorios suelen designar uno o más comités o sub-comités. Los tres comités más importantes son el de auditoría, el de remuneración de directores y ejecutivos y el de elección de directores y gobierno corporativo (*Audit, Compensation y Nominating & Governance Committees*).

Las reglas de cotización de valores de las mayorías de los mercados norteamericanos, tales como la Bolsa de Valores de Nueva York o el Mercado de Acciones del Nasdaq (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) exigen a las compañías que formen un comité de auditoría compuesto enteramente de directores independientes.

La Bolsa de Valores de Nueva York exige, y el Mercado de Acciones del Nasdaq sugiere, un comité de remuneraciones del directorio compuesto enteramente de directores independientes.

Finalmente, la Bolsa de Valores de Nueva York exige la constitución de un comité de nominación de directores y de gobierno corporativo, mientras que el Nasdaq permite la posibilidad de que, en lugar del comité, los directores independientes se reúnan para tratar las propuestas de elección de directores.

La Ley General de Corporaciones del Estado de Delaware dispone que el directorio puede designar uno o más comités, formados por uno o más directores titulares y suplentes. Estos comités tendrán todas las facultades y la autoridad del propio directorio en el manejo de los asuntos de la compañía que les sean confiados. Sin embargo, los comités no tendrán facultades para: a) aprobar, adoptar o recomendar a los accionistas cualquier acción o asunto (fuera de la elección o remoción de los directores) que la ley expresamente requiera que sea aprobado por los accionistas; o b) adoptar, modificar o anular cualquier reglamento de la compañía<sup>177</sup>. Asimismo, se establece que, salvo lo dispuesto en los estatutos o reglamentos de la compañía o por resolución de los directores, un comité puede crear sub-comités formados por uno o más miembros del comité, delegando en ellos una parte o todas sus facultades<sup>178</sup>. Las normas sobre quórum y voto

---

<sup>177</sup> Sección 141(c)(2).

<sup>178</sup> Sección 141(c)(3).

aplicables a las reuniones de directorio, son aplicables a las reuniones de los distintos comités.

Por otro lado, la ley deja claro que los directores miembros de un comité tienen la misma responsabilidad legal y tienen los mismos deberes y obligaciones que los miembros del directorio<sup>179</sup>. Pese a que el hecho de participar en un comité implica la asunción de mayores funciones, ello no implica un aumento de la responsabilidad.

La Ley Modelo de Corporaciones de Negocios contiene normas similares<sup>180</sup>. Existe, sin embargo, una norma interesante en esta ley modelo que establece que un director puede, si se cuestiona su responsabilidad, alegar que para adoptar una decisión confió en un comité, del cual no sea miembro, en la medida en que el director razonablemente haya creído que dicho comité merecía su confianza y siempre que ese director no tenga conocimientos específicos sobre el tema<sup>181</sup>. Esta es una importante diferencia con el régimen de la LGS.

(i) El Comité de Auditoría.

Las reglas de cotización de la Bolsa de Comercio de Nueva York y del Nasdaq requieren que el comité de auditoría esté formado por al menos tres directores, en principio independientes, salvo algunas excepciones. Al menos uno de los miembros del comité debe calificar como experto financiero, aunque todos deben tener conocimientos y capacidades contables y financieras.

En cuanto al concepto de independencia, los miembros del comité de auditoría deben satisfacer dos estándares que se superponen. Uno establecido por la Ley Sarbanes-Oxley y el otro por la Bolsa de Valores de Nueva York y el Nasdaq.

La Ley Sarbanes-Oxley establece, por un lado, que ningún miembro del comité de auditoría puede aceptar remuneraciones u honorarios por actividades de consultoría o

---

<sup>179</sup> Sección 141(f).

<sup>180</sup> Sección 8.25.

<sup>181</sup> Sección 8.30, párrafos (d) y (f). Resulta interesante mencionar también que el anterior texto de la Ley Modelo contenía una disposición que establecía que la creación de un comité, la delegación de funciones hecha a ese comité o cualquier acción adoptada por dicho comité no implicarían, por sí solas, el cumplimiento por parte de los directores con los estándares de conducta establecidos en la ley.



asesoramiento o de otro tipo de la compañía o de una afiliada de la compañía, excepto por su propio rol de director. Esta restricción alcanza a remuneraciones u honorarios indirectos pagados a cónyuges u otros miembros cercanos de la familia del director o a una firma de auditoría, contabilidad, consultoría, servicios legales, de inversión, o de asesoría bancaria o financiera relacionada con el director<sup>182</sup>.

Por otro lado, la referida ley también exige que los miembros del comité de auditoría no sean personas afiliadas de la compañía a la que prestan servicios. Se define como afiliada a toda persona jurídica, que, directa o indirectamente, controle, sea controlada por, o esté bajo un control común junto con la compañía. Persona afiliada, por su parte, es definida como todo director, funcionario ejecutivo o principal de una afiliada o cualquier persona física que la afiliada posiciona en el directorio como su representante. La SEC exceptúa de esta disposición a aquellas personas que posean, directa o indirectamente, hasta el 10% del capital social de la compañía. Por encima de ese porcentaje de tenencia, la Comisión exige a la compañía informar si esa persona mantiene algún tipo de vínculo o relación que pudiera interferir con el ejercicio de su independencia de criterio al cumplir con sus responsabilidades como director.

Por su parte, las reglas de cotización de la Bolsa de Valores de Nueva York definen a los directores independientes como aquellas personas que no tienen una relación sustancial con la compañía, incluyendo cualquier sociedad madre o subsidiaria en un grupo de control. Una relación sustancial puede ser de varias formas: comercial, industrial, bancaria, de consultoría, legal, contable, privada o familiar. Específicamente se consideran como manifestaciones de no independencia las relaciones laborales con la compañía, presentes o pasadas durante los tres años anteriores, del propio director o de un familiar inmediato; remuneraciones u honorarios por encima de los 120.000 dólares anuales percibidos por el director o por un familiar inmediato, durante los últimos tres años, fuera de honorarios como director; relaciones con los auditores externos o internos de la compañía (por haber sido socio o empleado o por haberlo sido un familiar inmediato, durante un lapso de tres años anteriores a su consideración como miembro del directorio); el ser o haber sido, el propio director o un familiar inmediato, funcionario ejecutivo de otra compañía (incluyendo organizaciones sin fines de lucro) al mismo tiempo que un

---

<sup>182</sup> Cfr. sección 10A(m)(3), de la Ley de Mercados de Valores de 1934, reformada por la ley Sarbanes-Oxley, y reglas de la SEC dictadas en su consecuencia.

funcionario ejecutivo de la compañía era miembro del comité de remuneraciones de la otra compañía; y ser el director empleado, o ser un familiar inmediato de un funcionario ejecutivo de otra compañía que haya hecho o recibido pagos de la compañía que excedan, durante cualquiera de los últimos tres años, la suma mayor de un millón de dólares o el 2% de los ingresos brutos consolidados de la otra compañía. Se advierte que estas normas no definen cuándo un director es independiente, sino cuándo no lo es.

Las reglas de cotización del Nasdaq contienen normas similares sobre independencia.

Adicionalmente, la Bolsa de Valores de Nueva York generalmente ve con buenos ojos que los directores de compañías de capital abierto no sean miembros de más de tres comités de auditoría en compañías de capital abierto. El Nasdaq no tiene normas similares.

Al comité de auditoría se le encarga, entre otras tareas, la de aprobar la designación y remuneración de los auditores externos de la compañía, supervisar a dichos auditores externos (y eventualmente reemplazarlos) y a los gerentes administrativos y contables de la empresa en la preparación de los estados contables y financieros, monitorear las quejas de los empleados en relación con cuestiones financieras, supervisar las políticas de control interno de la compañía sobre los procedimientos de suministro y control de información financiera, y controlar que la compañía cumpla con todos los requisitos legales y regulatorios en materia contable y financiera.

La mayoría de los comités de auditoría de las compañías de capital abierto se reúnen ocho o más veces por año. Normalmente, la reunión más importante es la reunión anual para considerar los estados contables e informes de los auditores externos.

#### (ii) Comité de Remuneraciones.

Este comité desarrolla los criterios y objetivos de las remuneraciones que la compañía pagará a sus gerentes principales, además de revisarlas y aprobarlas.

Estas remuneraciones incluyen los paquetes de compensaciones relacionadas con acciones y otros beneficios, como seguro médico, planes de retiro, entre otros.

También puede revisar y aprobar las remuneraciones de los directores.

Una de las funciones esenciales de este comité es alinear los intereses de los funcionarios ejecutivos de la compañía con los intereses a largo plazo de ésta y de los

accionistas.

Según las reglas de cotización de la Bolsa de Valores de Nueva York, el comité de remuneraciones debe estar formado íntegramente por directores independientes, de un total de al menos tres miembros. El Nasdaq requiere que exista este comité o que al menos la mayoría de los directores independientes se reúnan especialmente para cumplir estas funciones. La Ley de Mercados de Valores de 1934, reformada por la Ley Dodd-Frank, instruyó a la Bolsa de Valores de Nueva York y al Nasdaq para que definan los parámetros de independencia de los directores candidatos a formar parte de este comité. Estos parámetros son más exigentes que aquellos requeridos para ser simplemente miembro del directorio, siendo similares a los ya mencionados respecto del comité de auditoría. Uno de los parámetros específicos para este comité exige que no existan membresías cruzadas con otra compañía. Esto se produce cuando un director miembro del comité de remuneraciones es, además, miembro del comité de remuneraciones o director de otra compañía uno de cuyos funcionarios ejecutivos es también miembro del comité de remuneraciones o director de la primera compañía.

Estas membresías cruzadas pueden crear una apariencia de influencias inapropiadas que deben ser informadas a la SEC.

El comité de remuneraciones se reunirá por lo general trimestralmente. Especialmente importante será la reunión anual en la que, teniendo a la vista los resultados económicos y financieros del ejercicio, podrán analizar si el *management* de la compañía ha cumplido con los objetivos y diseñar los objetivos para el próximo ejercicio.

Es de notar que muchas de estas disposiciones fueron puestas en vigor como consecuencia de diversas crisis y escándalos financieros ya descritos en la parte histórica. Especialmente, las normas actuales sobre independencia de los directores fueron adoptadas por la Bolsa de Valores de Nueva York y por el Nasdaq, así como por otros mercados financieros, como consecuencia de la sanción de la Ley Dodd-Frank en 2010.

(iii) El comité de nominaciones y gobierno corporativo.

Este comité se encarga de supervisar al propio directorio. Toma la delantera en la selección de candidatos para miembros del directorio y de los distintos comités, que luego son propuestos al directorio.

Asimismo, se encarga de desarrollar principios y políticas de gobierno corporativo y las recomienda al directorio. Normalmente, también realiza evaluaciones periódicas de la performance del directorio y de sus prácticas.

Junto con el comité de auditoría, se encarga de revisar y supervisar los códigos de ética. La Ley de Mercados de Valores de 1934, reformada por la Ley Sarbanes-Oxley, de 2002, sugiere la existencia de un código de ética para el gerente general y los principales funcionarios y gerentes financieros de las compañías. La Bolsa de Valores de Nueva York y el Nasdaq exigen que la compañía redacte y ponga en funcionamiento un código de ética para empleados, gerentes y directores.

Este comité debe estar también compuesto íntegramente por directores independientes, con normas similares a las ya vistas para el comité de remuneraciones.

Aunque suele ser recomendado como práctica societaria, ni la ley de Delaware, ni la ley modelo contienen normas sobre diversidad de género en los directorios. Hace pocos años algunos estados han dictado normas en este sentido, como California que en 2018 sancionó una ley que exige que todas las corporaciones con sede en ese estado deben tener un mínimo de mujeres en sus directorios, bajo pena de multas. Sin embargo, en 2021 un accionista de una sociedad con sede en California inició una acción judicial para declarar la inconstitucionalidad de la norma referida, pues alegó que obligaba a los accionistas a discriminar en base al sexo de los candidatos al directorio, en violación a la Enmienda 14, de la Constitución. La Corte de Apelaciones para el Noveno Circuito, ante un pedido por parte del estado de California de desestimar preliminarmente la demanda por falta de alegación de un daño personal, consideró que el actor había señalado un daño concreto y personal, distinto de un daño a la compañía, y que, por lo tanto, tenía base para una acción. El proceso continúa y hasta el momento el tribunal no se ha pronunciado sobre el fondo de la cuestión<sup>183</sup>.

---

<sup>183</sup> Otros estados, como Colorado, Illinois, Maryland, Massachusetts, Michigan, New Jersey, New York, Ohio, Pennsylvania y Washington, han dictado leyes o están estudiando leyes para incentivar la diversidad en los directorios o para exigir deberes de información en tal sentido. En febrero de 2021, la SEC aprobó normas del NASDAQ que exigen a las compañías que cotizan en dicho mercado tener (o explicar por qué no tienen) al menos dos miembros del directorio que se considere diverso: al menos uno que se considere mujer y al menos otro que se considere parte de la comunidad LGBTQ+ o parte de una minoría poco representada (de color, latino, asiático, americano nativo o nativo de Alaska o de Hawaii o de

## (iv) Otros comités.

Otros comités usuales en compañías de capital abierto incluyen un comité de supervisión de riesgos (de todo tipo: comerciales, financieros, de seguridad, etc.); un comité financiero y de deuda, y un comité especial de directores independientes.

## (E) Renuncia y remoción de los directores. Vacantes.

La Ley General de Corporaciones de Delaware establece en su Sección 141(b) que cualquier director podrá renunciar en cualquier momento mediante aviso dado a la corporación por escrito o por medios electrónicos. Tal renuncia será efectiva a partir de su entrega, a menos que la renuncia sea hecha con efectividad a una fecha posterior o a la ocurrencia de uno o más eventos. Si la renuncia fue condicionada a la falta de obtención de un determinado número de votos positivos para su reelección por parte de los accionistas, puede ser irrevocable. *A contrario sensu*, se interpreta que en los demás casos la renuncia podrá ser revocada.

La Sección 141(k), de la misma ley, dispone que un director o el directorio en su totalidad puede ser removido, con o sin expresión de causa, por la mayoría de los accionistas con derecho a voto (o por la mayoría de los accionistas de una clase, en caso de remoción de uno o más directores de la clase), excepto: 1) cuando los directores hayan sido elegidos por clases, sólo podrán ser removidos con causa, salvo disposición en contrario del estatuto; o 2) en caso de elección de los directores por voto acumulativo, si sólo parte del directorio quiere ser removido, ningún director puede ser removido sin causa si los votos en contra de la remoción de ese director serían suficientes para elegirlo si se votara acumulativamente en una elección de todos los directores, o, en caso de clases de directores, si los votos contrarios a la remoción fueran suficientes para elegir a ese director en una elección de la clase a la que ese director pertenece.

La Ley Modelo de Corporaciones de Negocios tiene una norma similar sobre renuncia de directores (Sección 8.07).

En cuanto a la remoción, dicha Ley Modelo dispone, en su Sección 8.08(a), que

---

las islas del Pacífico). Algunos mercados, como el NASDAQ, exigen también diversidad racial y de género en los directorios. Muchas compañías y bancos de inversión también lo requieren para aceptar trabajar con compañías que desean cotizar en el mercado (Goldman Sachs y BlackRock, por ejemplo).

los accionistas pueden remover uno o más directores, con o sin expresión de causa, a menos que los estatutos establezcan que sólo pueden ser removidos con causa, norma claramente supletoria, a diferencia de la ley de Delaware ya mencionada. El resto de las normas son similares a la ley de Delaware.

La Sección 8.08(d), de la Ley Modelo, establece que la remoción de uno o más directores puede ser resuelta sólo en una asamblea de accionistas convocada especialmente al efecto y en la que el aviso de convocatoria prevea como punto del orden del día ese asunto.

La Sección 8.09, de la Ley Modelo, prevé, además, que uno o más directores puedan ser removidos judicialmente a petición de la compañía o por uno o más accionistas en el interés de la compañía, cuando el tribunal determine que: 1) el director o directores ha tenido una conducta fraudulenta en relación con la compañía o sus accionistas, o ha abusado groseramente de su posición de director, o ha dañado intencionalmente a la compañía; y 2) considerando la conducta del director o directores y la falta de otro remedio aplicable, la remoción redunde en el mejor interés de la compañía.

Las vacantes en el directorio o los nuevos cargos de directores creados por los accionistas pueden ser suplidas por la mayoría de los directores con mandato vigente, a menos que no constituyan quórum, o por el único director que quede con mandato vigente. En caso de directores elegidos por clases de accionistas, las vacantes dentro de cada clase serán suplidas por la mayoría de los directores de esa clase o por el único director que quede con mandato vigente (sección 223(a)), de la Ley General de Corporaciones de Delaware. Si en algún momento, el directorio queda vacante en su totalidad, por cualquier causa que fuere, cualquier funcionario o accionista podrá convocar a una asamblea extraordinaria de accionistas para que provea a las vacantes o incluso podrá requerir a la Corte de Equidad del Estado de Delaware que proceda a suplir las vacantes (sección 223(a)). Si al momento de suplir una vacante en el directorio, los restantes directores con mandato vigente no alcanzan a constituir una mayoría (incluyendo a las posiciones vacantes), la Corte de Equidad del Estado de Delaware puede, a petición de cualquier accionista o accionistas que posean al menos el diez por ciento de las acciones con derecho a voto, ordenar una elección de directores para suplir la o las vacantes producidas o para reemplazar a los directores elegidos por los restantes directores con mandato vigente (sección 223(c)).

Por su parte, la Ley Modelo de Corporaciones de Negocios contiene normas similares (sección 8.10).

### 3.- Conclusiones.

Me ha parecido conveniente extenderme más en este Capítulo dada la importante influencia que el derecho de los Estados Unidos, ha tenido y tiene no sólo en la Argentina, sino en el mundo, especialmente en lo relativo a los diversos movimientos y tendencias sobre gobierno de las empresas cotizadas.

Por lo demás, un pantallazo de la evolución del derecho de sociedades en los Estados Unidos y un panorama sobre el régimen actual de las sociedades anónimas en aquel país resultan indispensables para una mejor comprensión del fenómeno de la responsabilidad civil en los mercados tal como se comprende y aplica en dicha nación, especialmente teniendo en cuenta que la actual regulación contenida en la Ley de Mercado de Capitales Argentina No. 26.831, modificada por varias leyes, especialmente la No. 27.440 (la “LMC”), sobre acciones de responsabilidad debe mucho al régimen estadounidense.

La referida evolución histórica comprende fenómenos que, en gran medida y con los matices propios de cada país, han representado el derrotero de las empresas en occidente en general, máxime en un contexto altamente globalizado como el actual en que el desempeño de los mercados y de las corporaciones que actúan en ellos ejerce una influencia insoslayable a nivel global y es tomado como referencia.

En este sentido, la evolución del derecho corporativo en los Estados Unidos ha estado marcado por una doble influencia. Por un lado, el establecimiento de regulaciones societarias, a cargo de los diferentes estados, muy flexibles, con escasas normas sobre responsabilidad de los directores, que han sido desarrolladas sobre todo por la jurisprudencia estadual, aunque en general con una preocupación por no cargar a los administradores con excesivas restricciones.

Por otro lado, las normas federales sobre mercados, mucho más estrictas y exigentes en cuanto a responsabilidad, dictadas al calor de las sucesivas crisis financieras y, al menos en teoría, comprensivas sólo de aspectos externos de la conducta de las empresas, mientras que la legislación estadual apunta sobre todo a la regulación de sus aspectos internos. Este sistema normativo federal tiene como objetivo la protección de

los inversores y la transparencia en los mercados y su pilar es el principio del *full disclosure*, es decir, el deber de las empresas oferentes de brindar toda la información relevante al mercado. De todas maneras, existe cierta tendencia de las normas federales a abarcar aspectos del gobierno corporativo de las compañías, especialmente a partir del dictado de la Ley Sarbanes-Oxley.

En este contexto, el sistema de responsabilidad civil por daños ocasionados en el mercado se nutre fundamentalmente de las normas federales y una sólida jurisprudencia, también federal, como se verá más adelante, y no en el derecho estadual, basado sobre todo en la doctrina de los deberes fiduciarios de los administradores.



## CAPÍTULO III

### La sociedad anónima en la Argentina

#### 1.- Régimen legal. El directorio en la sociedad anónima.

##### (A) Naturaleza. Definición.

El artículo 255, de la LGS, establece que la administración de la sociedad anónima estará a cargo de un directorio.

Resulta curioso mencionar que la denominación de directorio no es frecuente en las legislaciones que sirvieron de base a nuestro ordenamiento societario. En el derecho societario español se habla de consejo de administración, al igual que en la sociedad anónima francesa de carácter monista, reservándose la denominación de directorio para el órgano de administración en el sistema dualista, con consejo de vigilancia. Lo mismo ocurre en el derecho italiano. En el derecho anglosajón se habla de *board of directors*. La palabra inglesa *board* refiere etimológicamente a mesa, siendo la traducción literal la “mesa de los directores”. Lo mismo cabe decir del término alemán *vorstand*.

No obstante lo expresado, nuestra historia societaria registra una larga tradición de uso del término director para referirse al administrador de una sociedad. En párrafos anteriores se ha mencionado la existencia de algunas sociedades anónimas creadas en nuestro país con anterioridad a la sanción del Código de Comercio de 1862. Si se analizan sus estatutos se verá el uso frecuente de la palabra director (aunque no del término directorio) en tanto que integrante de una comisión directiva, como se mencionaba por entonces al órgano de administración. Si se piensa que muchos de estos estatutos tuvieron como modelos los estatutos de las grandes sociedades anónimas europeas, especialmente anglosajonas, este uso del vocablo director resulta comprensible.

De todas maneras, el Código de Comercio de 1862 no hablaba de directores o de directorio, sino de administradores. Es de suponer que nuestra ley societaria se inspiró más bien en el término anglosajón que en la terminología utilizada por los derechos de origen europeo continental.

En cuanto a la naturaleza del directorio en nuestro derecho, se han ensayado diversas definiciones que no es del caso analizar exhaustivamente aquí. Baste a nuestros efectos recordar una definición clásica enunciada por Alberto Verón:

*“... directorio, órgano administrador y representativo que actúa en la sociedad creada jurídicamente, de acuerdo con el alcance fijado en la ley y en la normativa constitutiva.”*<sup>184</sup>

Resulta claro que, en cuanto al carácter de la posición jurídica que asume el directorio respecto de la sociedad, nuestra ley societaria ha adoptado ya desde su redacción original la teoría del órgano<sup>185</sup>.

Como se recordará, esta teoría postula que las personas que desempeñan las funciones de administración son órganos sociales, es decir, una parte funcional de la estructura que conforma la sociedad. Este órgano tiene un aspecto objetivo, constituido por el conjunto de facultades y atribuciones que la ley y el estatuto le otorgan y, otro, subjetivo, conformado por la o las personas físicas concretas que lo integran. De manera que cuando actúa el órgano de administración se está expresando la voluntad de la sociedad misma<sup>186</sup>.

Gervasio Colombres define al órgano como aquella estructura normativa que determina cuándo y de qué manera la voluntad o el hecho de un individuo o de varios serán imputados, en sus efectos, a una persona jurídica<sup>187</sup>.

Una de las consecuencias esenciales de adoptar la teoría del órgano es que las funciones y potestades del directorio le son atribuidas por la ley, no por los accionistas,

---

<sup>184</sup> Verón, Alberto, *“Ley general de sociedades 19.550”*, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2015, Biblioteca Digital Thompson Reuters, Tomo V, comentario al artículo 255, § 3.

<sup>185</sup> Para un repaso de las diferentes teorías sobre el directorio cfr. Martorell, Ernesto Eduardo, *“Los directores de sociedades anónimas”*, Depalma, Buenos Aires, 1994, Lexis N° 6204/000975, págs. 1 y ss.

<sup>186</sup> Zaldívar, Enrique, Manóvil, Rafael, Ragazzi, Guillermo, Rovira, Alfredo y San Millán, Carlos, *“Cuadernos de Derecho Societario”*, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1980, Tomo II, págs. 238 y 288.

<sup>187</sup> Colombres, Gervasio, *“La teoría del órgano en la sociedad anónima”*, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1964, pág. 47.

ni por la sociedad. De ahí que los accionistas no puedan arrogarse facultades que, conforme a la ley, son de competencia exclusiva del directorio, especialmente las de administrar los negocios sociales y representar a la sociedad frente a terceros.

Esta autonomía del directorio es precisamente la fuente de su responsabilidad, pero no debe entenderse como una autonomía absoluta que pueda prescindir de lo resuelto por otros órganos, como la asamblea. En este sentido, el directorio está obligado a cumplir y ejecutar lo decidido por los accionistas y no podría rehusarse a hacerlo so pretexto de que se invaden facultades propias del directorio. Le quedará, eso sí, la vía de la impugnación de la decisión asamblearia (artículo 251, de la LGS), pero mientras tal decisión no sea declarada nula, será válida y ejecutable. En algunos casos, por supuesto, la impugnación de lo aprobado en una asamblea puede constituir un deber para el directorio, cuando, por ejemplo, se ha violado la ley, el estatuto o el reglamento.

En otros países, especialmente en los de raíz anglosajona, la autonomía del directorio sí es absoluta, siendo la administración atribución exclusiva del directorio, lenguaje que no emplea nuestra ley de sociedades y sí le impone al directorio el deber de cumplir lo dispuesto por la asamblea (artículo 233, de la LGS).

Por otro lado, debe tenerse presente que la LGS, conforme lo establece su Exposición de Motivos, no regula de manera diferenciada el régimen de administración de la sociedad anónima según esta sea de capital abierto o cerrado. Las primeras encuentran ciertas normas especiales en la LMC, su Decreto Reglamentario No. 471/2018, y las resoluciones generales de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”), especialmente sus Normas, texto ordenado 2013, con sus modificaciones. Más adelante se comentarán estas regulaciones.

#### (B) Características.

Puede decirse que el órgano directorial tiene las siguientes características:

- Es un órgano necesario y típico de la sociedad anónima, aunque su ausencia ya no acarrea la nulidad de la propia sociedad, conforme a la reforma de la ley 26.994, tal como fuera comentado más arriba.

- Es de carácter permanente y continuo. La permanencia del órgano en sí no debe

confundirse con la de las personas que lo integran. Éstas siempre tendrán un mandato limitado en el tiempo.

- Está integrado por personas físicas. Aunque nuestro régimen societario no lo dice expresamente, se ha interpretado tradicionalmente que una persona jurídica no puede ser director de una sociedad anónima<sup>188</sup>. Los miembros del directorio pueden o no ser accionistas de la sociedad.

- Cuando está integrado por dos o más personas actúa en forma colegiada, pero aún en el caso del directorio unipersonal debe distinguirse el órgano directorio de la persona física que ejerce como director.

En este sentido, se ha caracterizado a la relación de la persona física que ejerce el cargo de director con la sociedad, en cuyo directorio sirve, como una locación de servicios<sup>189</sup>. Cuando además de sus funciones orgánicas el director realice tareas técnico-administrativas o gerenciales se entenderá que se encuentra en relación de dependencia con la sociedad y su vínculo con ésta será doble: el regido por la locación de servicios, en cuanto miembro del directorio y el regido por el Derecho del Trabajo, en lo que refiere a su relación de dependencia. Así lo ha entendido tradicionalmente la jurisprudencia laboral<sup>190</sup>.

---

<sup>188</sup> El Proyecto de Código Civil Unificado de 1998 sí preveía esta posibilidad. Para Julio Otaegui el impedimento surge del artículo 264 de la LGS que prevé supuestos de prohibiciones e incapacidades para ser director referidos exclusivamente a personas físicas (Otaegui, Julio, “*Administración Societaria*”, Ed. Ábaco, Buenos Aires, 1979, pág. 196. En contra, admitiendo la posibilidad, Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades Comerciales Comentada y Anotada*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2011, Biblioteca Digital Thompson Reuters, Tomo IV, comentario al artículo 264). En rigor de verdad, es cierto lo que afirma Roitman sobre la ausencia de prohibición expresa en la ley. Sin embargo, coincido con Otaegui en el sentido de que todas las disposiciones sobre los miembros del directorio, tanto en la LGS, como en la LMC y las normas de la CNV dictadas en su consonancia, refieren a personas físicas y no prevén el caso de una persona jurídica como director.

<sup>189</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 261, § 6.

<sup>190</sup> Cfr. López Candiotti, José A. y Daguerre, Luis, “*El director de sociedad anónima desde un enfoque conciliador entre el microsistema societario y el laboral*”, La Ley Online AR/DOC/2504/2008.

(C) Carácter personal del cargo.

La primera parte del artículo 266, de la LGS, establece que el cargo de director es personal e indelegable<sup>191</sup>.

La norma parece consagrar la dedicación personal del director a sus funciones, vedando toda delegación. Esto llevó a la doctrina societaria tradicional a sostener que toda delegación estaba prohibida<sup>192</sup>. La doctrina más moderna, reconociendo la creciente especialización de la profesión de administrador, admite esa delegación, la que resulta indispensable en las grandes sociedades anónimas<sup>193</sup>.

Está claro que la posibilidad de delegar no implica una delegación absoluta que sí sería contraria al texto legal, por ejemplo, mediante el otorgamiento de poderes amplios y generales de administración y disposición a favor de terceros<sup>194</sup>.

La norma en comentario no importa afirmar que el directorio se dedique de manera exclusiva a su cargo, pudiendo desempeñarse simultáneamente en otras sociedades. Sin embargo, sí será exigible al director la dedicación de un tiempo razonable para la atención de los negocios sociales. No sería admisible que un director desempeñe tantos cargos que le impidan ejercer su función correctamente<sup>195</sup>.

Por lo demás, como se desprende de los artículos 269 y 270, de la LGS, la delegación en ningún caso modifica la responsabilidad de los integrantes del órgano de administración, que siempre conservan el derecho-deber de vigilar y supervisar la actividad de aquellos a quienes se ha delegado una función o tarea específica.

---

<sup>191</sup> Este carácter personal e indelegable del cargo abona, por lo demás, la postura contraria a la posibilidad de que las personas jurídicas puedan formar parte del directorio.

<sup>192</sup> Halperín, Isaac y Otaegui, Julio, “*Sociedades anónimas*”, Depalma, Buenos Aires, 1998, pág. 510.

<sup>193</sup> Villegas, Carlos G., “*Sociedades Comerciales*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe 1997, Tomo II, pág. 407.

<sup>194</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 266.

<sup>195</sup> Como se vio antes, la legislación francesa, como la de otros países, sí establece un límite a los cargos que puede detentar un director o miembro del consejo de administración.

En las grandes sociedades resulta prácticamente imposible una supervisión directa del directorio sobre la gestión cotidiana de los negocios sociales. Normalmente se establece una jerarquía, una cadena de supervisiones que va desde los simples empleados, pasando por los mandos intermedios hasta llegar a los gerentes de área y, finalmente, al gerente general. Cada eslabón de la cadena reporta a su superior inmediato y el gerente general al directorio o incluso a veces a un comité específico de éste o a un director con funciones técnico-administrativas antes de llegar al directorio en pleno. Sería impensable que el directorio controlara directamente a un supervisor de una planta industrial. Entre éste y el directorio normalmente existirá toda una jerarquía que puede incluir el jefe de planta, el gerente regional, el gerente divisional (en caso de que la sociedad tenga diversas ramas de negocios), el gerente general y un director o comité de negocios industriales.

La jurisprudencia norteamericana, como se vio, ha contemplado estas posibilidades, adaptando las normas sobre responsabilidad. Nuestro sistema no contempla pautas de apreciación diferenciada de la responsabilidad en virtud de las circunstancias apuntadas. Sobre este tema se volverá más adelante al tratar de la responsabilidad de los directores.

#### (D) Prohibiciones e incompatibilidades.

La LGS, en su artículo 264, establece diversos supuestos bajo el título “*Prohibiciones e incompatibilidades para ser director*”. En realidad, como apunta la doctrina, se trata de situaciones de incompatibilidad y de incapacidad. Constituyen también causales que funcionan como impedimento para la designación en el cargo y como causales de remoción<sup>196</sup>.

Resulta interesante hacer notar que la norma abarca a directores y a gerentes, pretendiendo así encuadrar a todos aquellos sujetos que realizan actos de administración societaria<sup>197</sup>.

Verón anota que el estatuto podría requerir otras condiciones adicionales (*a contrario sensu*, otras incompatibilidades), además de las previstas legalmente, por

---

<sup>196</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 264, § 3.

<sup>197</sup> Roitman, Horacio, “*Ley Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 264, págs. 447 y ss.

ejemplo, una sociedad anónima dedicada a la explotación de servicios de salud podría requerir que todos los miembros de su directorio sean profesionales de la medicina. El autor citado advierte que la limitación deberá ser razonable y no consecuencia de posiciones políticas, sociales o religiosas<sup>198</sup>.

A diferencia de su primer inciso<sup>199</sup>, las restantes situaciones previstas en el artículo 264 refieren a una incompatibilidad para ejercer el cargo de director. Una incompatibilidad constituye una circunstancia que impide el ejercicio de dicho cargo y está establecida no en interés de la persona, como los supuestos de incapacidad, sino por razones de interés público<sup>200</sup>.

La enumeración de supuestos de incompatibilidad previstos en la norma referida no es exhaustiva, pues podrían existir otros supuestos no contemplados o contemplados en otras normas, por ejemplo, el caso de los jueces. De todas maneras, todas estas situaciones de incompatibilidad legal son de orden público y no podrían renunciarse o modificarse<sup>201</sup>, a diferencia de las incompatibilidades previstas estatutariamente.

En cuanto a los efectos, no serán los mismos en el caso de directores incapaces, que de directores incurso en alguna causal de incompatibilidad. En el primer caso, los actos realizados serán nulos de nulidad relativa, conforme al Código Civil y Comercial. En el segundo caso, los actos realizados en ejercicio de sus funciones son válidos y oponibles a la sociedad por los terceros, pues la incompatibilidad tiene efectos en la relación interna director-sociedad, no hacia terceros, dado que frente a éstos debe primar la norma del artículo 58, de la LGS<sup>202</sup>.

En lo que respecta a las sociedades de capital abierto, la LMC, establece en su artículo 109, que en las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberá

---

<sup>198</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 264, § 3.

<sup>199</sup> Este primer inciso refiere a las normas del Código de Comercio derogado y, por ende, debe entenderse implícitamente reformado.

<sup>200</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 264.

<sup>201</sup> Martorell, Ernesto, “*Los directores...*”, pág. 208.

<sup>202</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 264.

constituirse un comité de auditoría compuesto por tres o más miembros del directorio, la mayoría de los cuales deberá investir la condición de independiente. Se establece así para este caso una condición adicional: la de ser independiente.

En este sentido, el artículo 11, Sección III, Capítulo III, del Título II, de la Resolución General CNV N. T. 622/2013 (“Normas de la CNV”), establece los criterios de independencia.

Cuando el director no cumpla o deje de cumplir con el criterio de independencia, deberá renunciar o será pasible de remoción con causa por parte de la asamblea de accionistas. Se trata de un supuesto de incompatibilidad, no de incapacidad, por lo que los actos llevados a cabo por el director no independiente o que haya perdido su independencia serán válidos en principio, sin perjuicio de las responsabilidades que le competen al director y a la sociedad.

Asimismo, el último párrafo del artículo 79, de LMC, establece que, cuando la sociedad cotizada prescinda de la comisión fiscalizadora, el comité de auditoría cumplirá las funciones de aquella, en cuyo caso todos sus miembros deberán reunir los requisitos de idoneidad y experiencia, así como el régimen de inhabilidades e incompatibilidades, establecidos para los síndicos en la LGS, resultándoles aplicables también las responsabilidades previstas en el artículo 294, de la LGS.

Se trata en este caso de exigencias adicionales a la independencia: la de reunir los requisitos para ser síndico. No le serán aplicables lógicamente los supuestos de incompatibilidad previstos en los incisos 2° y 3°, del artículo 286, pues es evidente que los integrantes del comité de auditoría forman parte también del directorio.

A su vez, el artículo 16, de la Sección V, Capítulo III, del Título II, de las Normas de la CNV exige que la sociedad arbitre los medios para que, en caso de reemplazo de los directores titulares, se garantice la existencia de directores suplentes independientes para integrar el comité de auditoría.

También la independencia es un criterio incluido en el Código de Gobierno Societario incluido en los Anexos III y IV al Título IV, de las Normas de la CNV. En este sentido, allí se establece que “El Directorio debe contar con niveles adecuados de independencia y diversidad que le permitan tomar decisiones en pos del mejor interés de



la compañía, evitando el pensamiento de grupo y la toma de decisiones por individuos o grupos dominantes dentro del Directorio” (Principio IX). Asimismo, se dispone que el Directorio debe contar con al menos dos miembros independientes (Práctica 11, apartado c).

El referido Código también recomienda la constitución de un comité de nominaciones de candidatos al directorio a ser constituido por al menos tres integrantes del directorio y presidido por un director independiente; y de un comité de remuneraciones compuesto íntegramente por directores independientes o no ejecutivos, con un número mínimo de tres miembros. En el caso de estos comités, su constitución no resulta obligatoria para la sociedad, pero ésta deberá explicar y justificar a la CNV el porqué de esa ausencia (Práctica 15, apartado d).

Por su parte, el artículo 4, de la Sección III, Capítulo I, Título XII, de las Normas de la CNV, exige a la sociedad que, en oportunidad de cada elección de directores, los accionistas que propongan candidatos titulares o suplentes deberán informar a la asamblea respectiva antes de la votación la condición de independientes o no de tales candidatos. Asimismo, el directorio deberá informar a la CNV, dentro de los diez días hábiles de su elección o asunción de titularidad (en el caso de suplentes), la situación de sus integrantes respecto de los criterios de independencia. Esta información también deberá incluirse en todo prospecto o suplemento de prospecto que sea confeccionado por la sociedad en relación con una emisión de títulos valores.

#### (E) Funciones.

Como surge del artículo 255 de la LGS, el directorio tiene a su cargo la función de administrar los negocios sociales. El artículo 268 pone a cargo del presidente del directorio la función de representar a la sociedad frente a terceros, aunque el estatuto puede autorizar la actuación de uno o más directores. Siempre será de aplicación el artículo 58 sobre representación de las sociedades en general.

Ahora bien, cabe preguntarse qué debe entenderse por administrar los negocios sociales.

En un principio, se trata de llevar adelante y gestionar todas las actividades de la sociedad relacionadas con su objeto social, salvo las materias que requieren aprobación

asamblearia, típicamente referidas a situaciones que puedan alterar esencialmente la estructura del ente en sus aspectos jurídicos u operativos (llamados actos de disposición societaria<sup>203</sup>). Podría decirse que se trata aquí de la gestión operativa de la sociedad.

Le competen también las actividades que se relacionan con la organización, conservación y desarrollo de la actividad empresarial de la sociedad, llamada también gestión empresarial en sentido estricto, esto es, en cuanto organización de los medios de producción.

Tienen también atribuciones en relación con el funcionamiento de la estructura jurídica de la sociedad, en coordinación con los accionistas. Por ejemplo, convocar a asambleas, llevar los registros contables y cumplir con sus deberes de información.

La jurisprudencia y la doctrina societaria han calificado a los actos de administración como referidos a la gestión interna de la sociedad y los de representación a la gestión externa de la sociedad frente a terceros<sup>204</sup>.

Esta atribución de competencia respecto de la administración de los negocios sociales se hace de manera general en la LGS. Respecto de la asamblea de accionistas y de la sindicatura, la ley se ocupa de establecer claramente sus funciones. Incluso se afirma que la competencia del directorio es residual, respecto de actos de administración no asignados a otro órgano<sup>205</sup>.

---

<sup>203</sup> Halperín, Isaac y Otaegui, Julio, “*Sociedades Anónimas*”, pág. 428. Esta noción de actos de disposición no debe confundirse con la clasificación civilista de los actos jurídicos como actos de administración y actos de disposición. El directorio en sus funciones de administración tiene amplias facultades para realizar actos de disposición de bienes, necesarios para la gestión de los asuntos de la sociedad. La noción societaria de administración debe contraponerse más bien a la de gobierno, reservada a la asamblea (cfr. Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 255). Existirán sin embargo zonas grises en que la distinción se hará difícil. En caso de duda, sostiene Halperín, deberá considerarse al acto como acto de gobierno (Halperín, Isaac y Otaegui, Julio, “*Sociedades Anónimas*”, pág. 558). Esta solución me parece dudosa, justamente en virtud de la competencia propia del directorio. Entiendo que jurídicamente la duda debe resolverse a favor del órgano de administración, sin perjuicio de que puede ser de buena práctica societaria someter la cuestión a la asamblea.

<sup>204</sup> Cfr., por ejemplo, CNCom., Sala, D, “*Visión SA c. L., de F., E.*”, La Ley 1996-C, 249.

<sup>205</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 255. Por su parte,

En cuanto a la representación, esta función no le es atribuida al directorio como órgano, sino a determinados sujetos previstos en la ley (artículo 268 citado), tales como el presidente del directorio o uno o más directores designados en el estatuto. De más está decir que administración y representación van de la mano, pues la última es la culminación de los actos de aquélla trasladados a las relaciones con los terceros.

La función de representación implica solamente manifestar la voluntad de la sociedad, previamente establecida por el órgano correspondiente, directorio o asamblea, pero no puede sustituir a éstos. La jurisprudencia, llamada a resolver casos de representación procesal, no ha resuelto en este sentido de manera pacífica. Algunos fallos le conceden al presidente del directorio potestad por sí para decidir el otorgamiento de poderes<sup>206</sup>. Otros, especialmente los de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, no reconocen esa atribución, exigiendo que el otorgamiento o revocación de poder sea previamente aprobado por el directorio<sup>207</sup>.

De todas maneras, la regla general sigue siendo la señalada, esto es, que el representante de la sociedad sólo exterioriza una voluntad de la sociedad previamente creada por el órgano competente.

La actuación del directorio encuentra su límite también en el propio objeto social,

---

Isaac Halperín y Julio Otaegui afirman que es la asamblea quien tiene competencia residual. Es claro que la ley parece estar más cerca de esta postura. Sin embargo, entiendo que la concepción de los distinguidos juristas citados y de la propia ley se vincula con una idea de la sociedad anónima como de propiedad de los accionistas, siendo la relación de éstos con el directorio la de propietario-mandatario. Este concepto societario es plenamente aplicable a las sociedades anónimas cerradas, típicas de nuestra práctica empresarial en que los directores son personas de confianza del grupo mayoritario o dominante de los accionistas y se limitan a ejecutar las instrucciones de éstos. Esta solución, empero, no es apropiada para las grandes sociedades de capital abierto y entiendo que, a la luz de las regulaciones de la LMC y de la CNV, debería primar en este tipo de sociedad anónima una solución contraria. Ello deberá hacerse naturalmente por medio de una reforma a la LGS.

<sup>206</sup> Por ejemplo, Cám. Apel. Civ. y Com. de Santa Fe, Sala I, 17-4-2006, “Sumitomo Corp. Argentina S.A. c. Oleo Cereales S.A.”, La Ley Litoral 2006 (septiembre), 1084, AR/JUR/1549/2006.

<sup>207</sup> Por ejemplo, CNCom., Sala A, 12-02-1997, “Brandes, Pedro c. Labinca SA”, La Ley 1998-B, 618, AR/JUR/3063/1997.

que funciona como marco de la función directorial, conforme lo establece el artículo 58, de la LGS<sup>208</sup>.

La disposición prevé en realidad dos supuestos limitativos de la actuación del directorio. El primero, los actos notoriamente extraños al objeto social, haciendo clara alusión a la teoría de la apariencia, es decir, si el acto tiene la apariencia de estar comprendido en el objeto social, obligará a la sociedad. Sólo cuando esa apariencia no exista o cuando el tercero tenga conocimiento de la infracción al objeto social el acto no será imputado al ente.

El segundo supuesto es el de actos en infracción a la organización plural o a la representación plural (la norma utiliza las dos expresiones). Cabe preguntarse a qué se refiere la ley con “organización o representación plural”. Verón, en la posición mayoritaria de la doctrina, que comparto, sostiene que, como se trata de una norma destinada a la protección de los terceros, debe entenderse que se refiere a la representación plural, es decir, al supuesto en que la representación de la sociedad, para determinados actos, requiere de la actuación de dos o más representantes<sup>209</sup>. En estos casos, si el acto no es notoriamente extraño al objeto social, la infracción a esa representación plural no podrá ser opuesta a terceros, salvo que se pruebe que éstos conocían la limitación, prueba que incumbe a la sociedad y no al tercero<sup>210</sup>.

La norma termina diciendo que las limitaciones internas restrictivas de las facultades de los representantes sociales no se ven afectadas en su validez interna por el régimen de inoponibilidad a terceros, como así tampoco se ve afectada la responsabilidad de los directores por su infracción.

---

<sup>208</sup> La norma se sitúa en la Sección VIII, del Capítulo I “*Disposiciones Generales*”, de la ley, siendo por lo tanto aplicable a todas las figuras societarias.

<sup>209</sup> Verbigracia, cuando se requiere la firma conjunta de dos representantes para determinados contratos.

<sup>210</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo II, comentario al artículo 58, § 53. Este autor sostiene, sin embargo, que el estatuto no puede limitar la facultad de representación del presidente del directorio que le ha sido atribuida ampliamente por la ley (*ibidem*).

(F) Conformación.

Dejando de lado las normas sobre elección y designación de los miembros del directorio, que no resultan pertinentes al tema de esta obra, cabe mencionar que la LGS permite que este órgano sea unipersonal o pluripersonal, en cuyo caso actuará como de manera colegiada. En el caso de las sociedades anónimas comprendidas en el artículo 299, por ejemplo, las que hacen oferta pública de sus acciones o títulos de deuda, el directorio se integrará con al menos tres directores.

La ley no exige ningún requisito o condición de idoneidad especial para ser director, como sí lo requiere para el cargo de síndico, fuera de las prohibiciones e incompatibilidades previstas en el artículo 264. Por su parte, las Normas de la CNV sí requieren determinadas condiciones de idoneidad para los miembros del directorio que forman parte del comité de auditoría<sup>211</sup>.

---

<sup>211</sup> Las Normas también exigen condiciones de idoneidad a los miembros de los órganos de administración de los mercados autorizados a funcionar como tales por la CNV (artículo 20, Sección VII, Capítulo I, Título VI, de las Normas). Para estos administradores (extensible a los gerentes generales o especiales de los mercados) también existen prohibiciones e incompatibilidades (artículo 22, mismo lugar, de las Normas): a) Quienes no puedan ejercer el comercio. b) Los condenados por los delitos previstos en los artículos 176 a 180 del Código Penal o cometidos con ánimo de lucro o contra la fe pública o que tengan pena principal, conjunta o alternativa de inhabilitación, hasta DIEZ (10) años después de cumplida la condena. c) Los fallidos y los concursados hasta CINCO (5) años después de su rehabilitación. d) Aquellos que, siendo integrantes de un agente registrado en la CNV, se les hubiere cancelado la autorización y registro como resultado de un sumario, hasta CINCO (5) años después de quedar firme la cancelación. e) Las personas físicas a quienes se les haya aplicado la sanción de inhabilitación dispuesta en el artículo 132 inciso c) de la Ley N° 26.831, hasta CINCO (5) años después de quedar firme la inhabilitación. f) Las personas que no cumplan con los requisitos dispuestos en la normativa sobre Prevención del lavado de dinero y financiación del terrorismo. Cuando la incompatibilidad sea posterior a la inscripción, la persona física implicada quedará suspendida hasta tanto aquella desaparezca. El artículo 23 (mismo lugar, Normas) exige también que la mayoría de los miembros de los órganos de administración de los mercados (o de cada comité ejecutivo) reúnan la condición de independientes. Si se cuenta con un director ejecutivo, éste debe ser independiente. El artículo 24 (mismo lugar, Normas) enumera las circunstancias en las que se considerará que un administrador no reúne la condición de independiente: *“Adicionalmente a las circunstancias descritas en el artículo 11 del Capítulo III del Título II de estas Normas, en el caso de los Mercados se entenderá que un director no reúne la condición de independiente cuando: a) Sea miembro del órgano de administración o fiscalización de una o más sociedades que revistan el carácter de Agente*

## (G) Reelección. Revocabilidad. Domicilio.

Conforme al artículo 256, de la LGS, se autoriza la reelección indefinida de los directores, aunque el estatuto podría limitar o suprimir directamente esta posibilidad, dado que no se trata de una norma imperativa<sup>212</sup>. No se admite la reelección automática o tácita. Cada vez que el director es reelegido, inicia un nuevo mandato por lo que deben cumplirse al efecto todos los requisitos exigidos para su primera elección.

El artículo en examen también prevé que la designación para el cargo de director es revocable solamente por la asamblea de accionistas, aún en el caso del artículo 281, inciso d), de la ley, esto es, cuando la elección del director haya sido hecha por el consejo de vigilancia. La libre revocabilidad por la asamblea, aún sin expresión de causa, es un elemento esencial del cargo de director, que incluso no puede ser suprimido, ni restringido por el estatuto, siendo una norma de orden público.

El artículo 256, de la LGS, también exige que la mayoría absoluta de los directores tenga domicilio real en el país. Se trata de asegurar que las sociedades nacionales que operen en la Argentina sean administradas por directores que efectivamente residan en territorio nacional, aunque no necesariamente deben tener domicilio real en la jurisdicción de registración de la sociedad.

Paralelamente, se requiere que todos los directores constituyan un domicilio especial en el país. La mayoría de la doctrina entiende que ese domicilio especial debe estar en la jurisdicción en que la sociedad se ha registrado<sup>213</sup>.

Finalmente, el artículo 256 establece que en el domicilio especial fijado por los directores serán válidas todas las notificaciones que se le realicen con motivo del ejercicio

---

*de Negociación, de Agente de Liquidación y Compensación y/o de Agente de Corretaje de Valores Negociables que sean miembros del respectivo Mercado, o esté vinculado por una relación de dependencia con agentes miembros de tal Mercado; b) En forma directa o indirecta, sea titular de una participación significativa en una o más sociedades que revistan el carácter de Agente de Negociación, Agente de Liquidación y Compensación o Agente de Corretaje de Valores Negociables que sean miembros del respectivo Mercado”.*

<sup>212</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 256.

<sup>213</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 256, § 9.

de sus funciones, incluyendo las relativas a las acciones de responsabilidad.

La norma introduce una norma procesal que contraría lo dispuesto en la mayor parte de los ordenamientos procesales, esto es, que las demandas deben notificarse en el domicilio real del demandado. En el caso de las acciones de responsabilidad, serán válidas las demandas notificadas en el domicilio especial constituido por el director. Así lo ha entendido la jurisprudencia<sup>214</sup>.

En relación con el domicilio especial, las Normas de la CNV disponen en su artículo 9, Sección II, Capítulo III, Título II, que el domicilio especial constituido por el director subsistirá mientras no se constituya otro, aunque hubiera cesado en su cargo y hasta dos años después de su cese. En caso de omisión o defecto en la constitución del domicilio especial, se tendrá por tal el domicilio de la sociedad.

#### (H) Duración en el cargo.

El cargo de director es esencialmente de duración temporal, más allá de que el órgano de administración en sí sea permanente. Es claro que la ley, en su artículo 257, persigue como fin brindar periódicamente a los accionistas la posibilidad de reemplazar a los directores mediante la elección de otros candidatos, sin necesidad de acudir al remedio de la revocación sin causa. Se trata de una norma de vieja inspiración democrática que, de todas maneras, no impide la continuidad de los directores, si así lo aprueban los accionistas, a través de la posibilidad de su reelección indefinida. La periodicidad también permite a los accionistas evaluar la gestión de los directores al término de sus mandatos.

El artículo mencionado autoriza al estatuto a determinar el plazo máximo de duración en el cargo, estableciendo al mismo tiempo un plazo máximo de tres ejercicios, norma que no puede ser dejada de lado<sup>215</sup>. En el antiguo Código de Comercio de 1862 se

---

<sup>214</sup> Cfr. CNCom., Sala E, 7-10-2008, “Beade de Bargalló c. Banco General de Negocios”, Revista Electrónica de Derecho Societario”, No. 37, marzo de 2009, citado por Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 256.

<sup>215</sup> El término de duración sólo puede ser establecido en el estatuto. La asamblea no podría modificar ese término sin modificar al mismo tiempo el estatuto.

establecía un plazo máximo de tres años, el que fue sustituido en la ley actual por el de tres ejercicios. El cambio, inspirado en el modelo alemán y en el italiano, ha sido alabado por la doctrina<sup>216</sup> y elimina las controversias a que diera lugar la anterior terminología. Al ser la asamblea la que normalmente designará a los directores, es lógico que ello ocurra al tratar los balances del ejercicio, que puede o no ser anual, aunque usualmente lo será.

La norma establece la excepción del artículo 281, inciso d), que prevé que, cuando los directores son elegidos por el consejo de vigilancia, el plazo máximo de duración en el cargo será de cinco años. Se trata evidentemente de un lapsus de redacción, pues debe entenderse no años, sino ejercicios<sup>217</sup>.

El plazo se cuenta, según Verón, de asamblea en asamblea. Esto es así pues el inicio del cómputo, que corre a partir de la aceptación del cargo por parte del director, coincidirá normalmente con la fecha de la asamblea que lo designa y durará hasta la asamblea que designe un nuevo director en su reemplazo o lo reelija<sup>218</sup>.

Si los directores fueron nombrados en el acto constitutivo, se computará el inicio de sus mandatos desde la fecha del acto y no desde su inscripción en el Registro Público (arg. artículo 142, del Código Civil y Comercial).

La ley no prevé un plazo mínimo de duración del director en su cargo. Sin embargo, la doctrina societaria ha sostenido que debe entenderse que el director no puede durar menos de un ejercicio en su cargo (así sea ese ejercicio inferior a un año). Ello así por la obligación que tienen los directores de preparar y confeccionar los estados contables y de presentarlos a los accionistas y de dar cuenta de su gestión. De ahí que el mandato del director debe incluir al menos una asamblea ordinaria<sup>219</sup>.

El artículo 257 establece también que el director permanecerá en su cargo hasta ser reemplazado. Esta extensión en el mandato del director no lo hace administrador “de

---

<sup>216</sup> Cfr. Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 257, § 3.

<sup>217</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 257.

<sup>218</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 257, § 4.

<sup>219</sup> *Ibidem*.



hecho”, sino que seguirá siendo un director “de derecho”<sup>220</sup>.

La finalidad de la norma es evitar que el directorio quede acéfalo o no pueda sesionar por falta de quórum, de ahí que se ha entendido que la expresión utilizada por la ley “*hasta ser reemplazado*” implica hasta que el nuevo director asuma efectivamente sus funciones<sup>221</sup>.

Si la asamblea ordinaria convocada para reelegir al director o para reemplazarlo no lo hace, incurrirá en responsabilidad, sin perjuicio de que el director permanezca en su cargo<sup>222</sup>.

Un supuesto que se ha presentado a veces en la práctica es el del director que renuncia antes del tiempo previsto para la celebración de la asamblea ordinaria y que, sin embargo, ésta no se lleva a cabo por causas ajenas a su voluntad. Las Normas de la Inspección General de Justicia (Resolución General 7/2015) prevén el supuesto en su artículo 125. Esta disposición establece un mecanismo de inscripción de la renuncia del director, acreditando que ha intimado fehaciente e infructuosamente a la sociedad a que le entregue la documentación necesaria para la inscripción de su cese como administrador o a que aquélla inicie el trámite correspondiente. La IGJ intimará a su vez a la sociedad a entregar la documentación o a acreditar que ha iniciado el trámite de inscripción, bajo apercibimiento en caso de silencio, respuesta parcial o insuficiente, de tener por aceptada la renuncia del director por aplicación de las reglas sobre el silencio como manifestación de voluntad (artículo 263, del Código Civil y Comercial). Este supuesto se refiere a la renuncia tratada en asamblea, pero en que la sociedad no ha iniciado el trámite de inscripción del cese del administrador.

A su turno, el artículo 128, de las Normas citadas, dispone un mecanismo de inscripción en caso de renuncia no tratada por la sociedad en asamblea (en caso de directorio pluripersonales). El artículo 129 prevé la aplicación de multas en caso de incumplimiento de la sociedad, administradores y síndicos que incumplieren lo normado

---

<sup>220</sup> *Ibidem*.

<sup>221</sup> *Ibidem*.

<sup>222</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 257.

en el artículo 128.

Finalmente, el artículo 130, de las Normas de la IGJ, prevé el caso del único director cuya renuncia no ha sido tratada por la sociedad. En este caso debe acreditar que convocó a asamblea y la misma no se llevó a cabo por falta de quórum.

Estas disposiciones persiguen el loable objetivo de impedir situaciones que puedan dar lugar a abusos por parte de los accionistas u otros administradores o síndicos que impidan a un director cesar en su cargo, con las responsabilidades que ello conlleva. Se trata en definitiva de un límite al principio del segundo párrafo del artículo 257, de la LGS, límite impuesto por el abuso del derecho.

En el caso de que, por aplicación de los mecanismos previstos en las Normas de la IGJ, el directorio quedara acéfalo o no pudiere sesionar por falta de quórum, habrá que echar mano de los remedios que prevé la ley societaria, por ejemplo, la intervención judicial, a fin de que la asamblea proceda a designar nuevos directores.

El cese del director debe ser declarado por el directorio, mediante la constatación de una situación fáctica (muerte, por ejemplo) o por el tratamiento de la renuncia correspondiente, salvo cuando esa facultad sea propia de la asamblea, por ejemplo, en el caso de remoción o revocación del director. De todas maneras, la asamblea siempre puede modificar lo actuado por el directorio<sup>223</sup>.

#### (I) Reemplazo.

El directorio como órgano necesario y permanente necesita estar en funciones de manera continua para poder tomar decisiones. De ahí que la ley prevea mecanismos para la sustitución de los directores por cualquier causa cuando aquélla es definitiva, esto es, por renuncia, remoción, revocación, incapacidad física o jurídica, inhabilidad, pérdida de los requisitos previstos por la ley o el estatuto, intervención judicial, cese del mandato o muerte, o incluso cuando es temporal.

En concreto, el artículo 258, de la LGS, establece la utilización de suplentes para llenar las vacantes temporales o definitivas que se produzcan en el directorio. Este

---

<sup>223</sup> Ídem, comentario al artículo 258.

mecanismo no es obligatorio, excepto en el caso en que la sociedad prescinda de sindicatura, en cuyo caso el estatuto debe prever la designación de directores suplentes. La norma se comprende pues, al mismo tiempo, faculta a este órgano de fiscalización a designar a un reemplazante hasta tanto se reúna la próxima asamblea. Si el estatuto no prevé la designación de suplentes, y dicha designación no resulta obligatoria, deberá entenderse que no corresponde la elección de aquéllos por parte de la asamblea, quedando en manos de la sindicatura la provisión de cargos<sup>224</sup>.

La elección del suplente como director titular es competencia de la asamblea ordinaria (artículo 234, inciso 2), la que puede llevarse a cabo en cualquier momento. Nuestro sistema societario no prevé que los mismos directores restantes procedan a llenar las vacantes, como en el sistema norteamericano<sup>225</sup>.

La ley no lo dice, pero es evidente que el director suplente está obligado a asumir el cargo cuando la asamblea lo haya designado como titular<sup>226</sup>, pues su aceptación como director suplente implica aceptación para la titularidad en el cargo. Las Normas de la IGJ prevén que el director suplente presente una nota al organismo indicando que ha asumido la titularidad (artículo 224-I).

La facultad de la sindicatura de proveer a la designación de directores en caso de vacancia resulta una norma supletoria, en defecto de provisión estatutaria. En efecto, el estatuto podría prever otra forma de designación, aunque no sería válida, según cierta doctrina, la designación por accionistas individuales o por terceros<sup>227</sup>.

Es claro que el director suplente debe reunir las mismas condiciones que el director a quien reemplaza y está alcanzado por las mismas normas sobre

---

<sup>224</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 258, § 4, apartado a).

<sup>225</sup> Sin embargo, ver Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 258, quien sostiene que, al no haber prohibición expresa de la ley, el estatuto podría prever la suplencia de vacantes por parte del directorio.

<sup>226</sup> *Ibidem*.

<sup>227</sup> *Ibidem* y doctrina allí citada.

incompatibilidades. Asimismo, una vez asumidas sus funciones como director titular, tendrá todas las responsabilidades, derechos y deberes propios de todo director.

(J) Renuncia.

Nuestro sistema societario no obliga a los directores a permanecer en su cargo por todo el tiempo por el que han sido designados. El cargo de director no es una carga pública y por lo demás resultaría absurdo obligar a alguien a administrar una sociedad.

De ahí que la LGS prevea, en su artículo 259, que el director pueda renunciar a su cargo. Esta renuncia puede ser hecha sin expresión de causa, siendo contrapartida de la facultad de los accionistas de remover también sin causa al director.

En la sociedad anónima, la renuncia no implica para el director renunciante el cese inmediato en sus funciones, sino que la renuncia surtirá efectos a partir de su aceptación. El viejo Código Civil no mencionaba el tema en su escasa regulación de las asociaciones civiles. Al legislar sobre la sociedad civil, se preveía la facultad del administrador de renunciar en cualquier momento, sin responsabilidad alguna, con o sin justa causa, cuando hubiese sido nombrado por convención o por acto posterior al contrato de sociedad (artículo 1.689). Por el contrario, el administrador nombrado en dicho contrato que renunciara sin justa causa era responsable de los daños y perjuicios irrogados puesto que se entendía que la persona del administrador era esencial al contrato, al punto que cualquier socio podía pedir la disolución de la sociedad si aquél renunciaba (artículo 1.687).

De todas maneras, a ambas figuras societarias se les aplicaban las reglas del mandato. El Código Civil de Vélez Sársfield establecía en su artículo 1.978 que el mandatario podía renunciar el mandato, dando aviso al mandante. La doctrina civilista entendía unánimemente que la renuncia surtía efectos desde su exteriorización, salvo casos de renuncia intempestiva<sup>228</sup>, pero en cualquier caso debía continuar en sus gestiones, si le era posible, hasta tanto el mandante tomara las disposiciones necesarias para suplirlo

---

<sup>228</sup> Cfr. Lorenzetti, Ricardo Luis, “*Tratado de los Contratos*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2007, Tomo II, pág. 284.

(artículo 1.979).

El Código Civil y Comercial, si bien mantiene la regla de la renuncia en el mandato, no aplica tales reglas sin más a las asociaciones civiles. En este sentido, la redacción del artículo 176 parece adoptar el principio de la aceptación de la renuncia, tal como ocurre en las figuras previstas en la LGS. En efecto, tal norma dispone un mecanismo de presentación por escrito de la renuncia a la comisión directiva (en la persona de su presidente, de quien lo reemplace o de cualquier directivo) y de consideración de dicha renuncia por este órgano, el que deberá rechazarla si la renuncia puede afectar el funcionamiento de la comisión o la ejecución de decisiones adoptadas por ésta, caso en que el renunciante deberá permanecer en su cargo hasta que la asamblea ordinaria se pronuncie, redacción muy similar a la del artículo 259, de la LGS. Si nada dice la comisión en el plazo de diez días de recibida, se entenderá aceptada la renuncia.

Estas normas, si bien de aplicación supletoria en defecto de previsión estatutaria parecen adoptar la postura de que la renuncia del administrador surte efectos desde su aceptación, en consonancia con la teoría del órgano adoptada por el Código Civil y Comercial.

Esto choca con lo dispuesto en el artículo 130, de la LGS, no modificado por la ley 26.994, que establece una norma muy similar a la que existía en el Código de Vélez, disponiendo que el administrador, sea o no socio, puede renunciar en cualquier momento, salvo pacto en contrario, pero responde por la renuncia dolosa o intempestiva. Esta norma, incluida en el Capítulo II, Sección I, “*De la sociedad colectiva*”, tradicionalmente aplicable a todas las figuras de sociedades de personas, parecía aplicar las viejas reglas del mandato. Esta discordancia debió ser resuelta por la reforma de la ley 26.994.

La renuncia es una declaración de voluntad que debe manifestarse de manera inequívoca y presentarse al directorio, aún en el caso de directores nombrados por el Consejo de Vigilancia. Ello así por cuanto es el propio órgano de administración quien está facultado para evaluar si la renuncia puede afectar su normal desenvolvimiento<sup>229</sup>. Puede ser dirigida a la persona del presidente o de manera impersonal al directorio. Si

---

<sup>229</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 259.

éste es colegiado, deberá convocarse a una reunión para tratar la renuncia. No es necesario que la renuncia se formule por escrito, bastando que sea expresa. Podría manifestarse por ejemplo en una reunión de directorio de forma verbal, dejándose constancia en el acta de la reunión, la que debería ser firmada por el renunciante<sup>230</sup>. De todas maneras, la renuncia debe ser expresa, no admitiéndose la renuncia tácita<sup>231</sup>. Si por la renuncia, el directorio quedara acéfalo, aquélla deberá presentarse ante la próxima asamblea ordinaria o ante una convocada para tal fin.

La norma en estudio dispone que el directorio tiene, como principio general, la obligación de aceptar la renuncia. Esta redacción fue establecida por la reforma de la ley 22.903. La redacción original establecía que el directorio podía o no aceptar la renuncia.

La norma prevé tres excepciones a la obligación del directorio de aceptar la renuncia: cuando ésta afecte su funcionamiento regular, si es dolosa o si es intempestiva.

En el primer caso, el supuesto más frecuente será que el directorio quede sin quórum para sesionar, pero también podría afectarse la obtención de mayorías especiales previstas estatutariamente para la aprobación de una decisión en particular, necesaria para la marcha de los asuntos sociales.

El segundo caso se refiere al dolo, esto es, a la intención específica de dañar a la sociedad por medio de la renuncia. Es un supuesto técnicamente diferenciable del relativo a la renuncia intempestiva.

Finalmente, el último caso refiere a la renuncia intempestiva, es decir, inoportuna. Se trata de una causal relacionada con la primera, pues toda renuncia que afecte el normal desenvolvimiento del directorio será intempestiva. Empero, podrían aquí incluirse otros supuestos, tales como la afectación a determinada operación de la sociedad o su frustración, por ejemplo, cuando el director renunciante desempeña además funciones ejecutivas.

---

<sup>230</sup> Verón, Alberto, "*Ley general de sociedades...*", Tomo V, comentario al artículo 259, § 5.

<sup>231</sup> Sasot Betes, Miguel, "*Sociedades anónimas: el órgano de administración*", Ed. Ábaco, Buenos Aires, 1980, pág. 217.

Naturalmente el rechazo de la renuncia por parte del directorio deberá estar debidamente fundado en alguna de las causales mencionadas y dejarse constancia de ello en el acta respectiva.

La norma del artículo 259 no exige que deba convocarse a una reunión de directorio expresamente para tratar la renuncia, limitándose a requerir que ésta sea tratada en la próxima que se celebre. El artículo 267 dispone que el directorio deberá reunirse como mínimo cada tres meses y que cualquier director puede convocar a una reunión. Por lo tanto, se supone que la renuncia será tratada, a más tardar, a los tres meses de presentada, salvo que el propio director renunciante solicite la convocatoria, pues se mantiene en su cargo hasta que la renuncia le sea aceptada<sup>232</sup>.

Como el directorio tiene obligación de tratar la renuncia en su próxima reunión, se ha planteado la cuestión sobre si puede entenderse que, tratada y no rechazada expresamente la renuncia, ésta se considera tácitamente aceptada. Algunos autores así lo consideran<sup>233</sup>. La mayoría de la doctrina societaria no comparte esa postura<sup>234</sup>. Entiendo que, pese a la loable intención de evitar una situación de indefinición para el director renunciante, la ley en su redacción actual no permite sostener que la renuncia puede ser tácitamente aceptada. Precisamente por eso, la norma del artículo 259 obliga al directorio a aceptar la renuncia. Si se entendiera que la renuncia puede ser tácitamente aceptada, no tendría sentido esa obligación. De todas maneras, para los casos de renuncia no tratada o no aceptada o rechazada expresamente, las Normas de la IGJ prevén el mecanismo ya comentado. Ello no significa que los restantes directores no sean responsables por el no tratamiento de la renuncia o por no pronunciarse expresamente sobre ella.

La renuncia produce plenos efectos a partir de su aceptación por parte del

---

<sup>232</sup> Roitman, Horacio, "*Ley de Sociedades...*", Tomo IV, comentario al artículo 259.

<sup>233</sup> Nissen, Ricardo, "*Ley de Sociedades Comerciales*", Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 1995, Tomo IV, pág. 243; y Roitman, Horacio, "*Ley de Sociedades...*", Tomo IV, comentario al artículo 259.

<sup>234</sup> Por ejemplo, Sasot Betes, Miguel, "*Sociedades anónimas. El órgano...*", pág. 227; Muguillo, Roberto, "*Ley de Sociedades Comerciales. Ley 19.550*", Ed. Lexis-Nexis, Buenos Aires, 2005, pág. 342, y Rouillon, Adolfo, "*Código de Comercio Comentado y Anotado*", Ed. La Ley, Buenos Aires, 2006, Tomo III, pág. 650.

directorio. La asamblea ordinaria no podría rechazar una renuncia ya aceptada por el directorio. Sí le competará la designación de un nuevo director en reemplazo del renunciante o la elevación a la titularidad de un director suplente. Hasta la aceptación, la renuncia puede ser revocada, pues se trata de una declaración de voluntad unilateral<sup>235</sup>.

Distinto es el caso en que el directorio es unipersonal, en cuyo caso el director renunciante debe presentar su renuncia ante la asamblea ordinaria, la que deberá aceptarla o rechazarla aplicando los mismos parámetros del artículo 259.

#### (K) Funcionamiento.

La LGS, en su artículo 260, consagra, como principio general, la regla de que todo lo atinente a la organización y funcionamiento del directorio debe constar en el estatuto, tanto las disposiciones relativas a su faz interna, como a su constitución y régimen<sup>236</sup>. Esto se refuerza ahora con la redacción del artículo 158, del Código Civil y Comercial, aplicable a todas las personas jurídicas de carácter privado.

Sin embargo, no se trata de una norma que deje totalmente librado a la autonomía de las partes la regulación de estos aspectos. La norma dice que el estatuto *debe* reglamentar, es decir, impone una obligación cuyo incumplimiento podría acarrear que la sociedad se considere irregular. Por lo demás, el artículo en comentario, y muchas otras disposiciones de la LGS, limitan el ejercicio de la autonomía de la voluntad imponiendo requisitos mínimos o máximos, dentro de los cuales sí podrá optarse por diversas soluciones.

En este sentido, el estatuto podría prever el régimen de reuniones (respetando la norma del artículo 267<sup>237</sup>), la división en reuniones ordinarias y extraordinarias, las

---

<sup>235</sup> En contra: Halperín Isaac y Otaegui, Julio, “*Sociedades anónimas*”, pág. 401.

<sup>236</sup> Verón, Alberto, “*Sociedades Comerciales*”, Ed. Astrea, Buenos Aires, 1986, Tomo IV, pág. 101.

<sup>237</sup> Esta norma establece: “*El directorio se reunirá, por lo menos, una vez cada tres (3) meses, salvo que el estatuto exigiere mayor número de reuniones, sin perjuicio de las que se pudieren celebrar por pedido de cualquier director. La convocatoria será hecha, en este último caso, por el presidente para reunirse dentro del quinto día de recibido el pedido. En su defecto, podrá convocarla cualquiera de los*



temáticas en general a ser tratadas en cada una de ellas, la forma de convocar a las reuniones (de nuevo, respetando las disposiciones del artículo referido), los sistemas de control de asistencia y de levantamiento y firma de actas, las cuestiones relativas al libro de actas, el suministro de información y documentación a los directores, la forma de emitir el voto en las reuniones, la posibilidad o no de la presencia de terceros no directores en las reuniones (gerentes u otros funcionarios de la sociedad o asesores de los directores), entre otras materias. Debe tenerse presente que lo atinente al régimen mínimo de funcionamiento, quórum y mayorías debe ser incluido en el estatuto. Lo restante puede ser objeto de un reglamento interno que no necesita ser inscripto.

La LGS no contiene normas relativas al lugar en que debe reunirse el directorio.

En este sentido, podría aplicarse analógicamente el artículo 233, párrafo segundo, relativo a lugar en donde deben celebrarse las asambleas (la sede o el lugar que corresponda al domicilio social). En la actualidad, esta cuestión debe correlacionarse con lo dispuesto en el artículo 158, del Código Civil y Comercial, que prevé las reuniones de socios o del órgano de administración de manera “virtual”, es decir, utilizando medios que les permitan a los participantes simultáneamente comunicarse entre ellos. Estos medios pueden ser el teléfono o la video conferencia. En este contexto, resulta difícil hablar de un lugar en que se reúne el directorio. Piénsese, por ejemplo, en una reunión en que todos los participantes estén en distintos lugares físicos y participen de la reunión de manera “virtual”. ¿Cuál sería el “lugar” de la reunión?

El artículo 61, de la LMC, no prevé disposiciones generales sobre este tema, pero, significativamente, exige a los órganos de administración de las entidades emisoras que, en caso de reuniones a distancia, el quórum se computará sobre los miembros presentes, salvo que el estatuto prevea lo contrario. Se trata de una regla que intenta preservar la existencia de un lugar físico de reunión del órgano.

Por su parte, el artículo 84, de las Normas de la IGJ, establece:

*“El estatuto de las sociedades sujetas inscripción ante el Registro Público a cargo*

*de este Organismo podrá prever mecanismos para la realización en forma no presencial de las reuniones del órgano de administración, siempre que el quórum de las mismas se configure con la presencia física en el lugar de celebración de los integrantes necesarios para ello y que la regulación estatutaria garantice la seguridad de las reuniones y la plena participación de todos los miembros de dicho órgano y del órgano de fiscalización, en su caso. El acta resultante deberá ser suscripta por todos los participantes de la reunión.”*

De nuevo, se exige que el quórum se forme con los miembros del directorio presentes físicamente en la reunión, por lo que se exigirá que la convocatoria (o el reglamento interno o el estatuto, en su caso) incluya el lugar físico en que deben celebrarse las reuniones. Más allá de su acierto o no, cabría preguntarse si esta norma resulta contraria a lo establecido en el artículo 158, del Código Civil y Comercial, menos restrictivo, y, por ende, si podría considerarse dicha norma inconstitucional. Pese a haberse dictado con posterioridad a la sanción de aquél, se trata de una mera resolución general de un organismo con competencia local que no podría desvirtuar lo establecido en un código de fondo. También podría sostenerse que la cuestión ha sido dejada a cada jurisdicción local en uso de sus facultades de control. El tema es muy opinable, pero más allá de eso, en la práctica, resultará conveniente que el directorio intente por regla general reunirse en un lugar físico. Ello permite el manejo de documentación y de información en soporte físico (productos, modelos industriales, etc.) que por otro medio sería engorroso manipular<sup>238</sup>.

---

<sup>238</sup> En este sentido, el aislamiento social preventivo y obligatorio previsto por el gobierno nacional a partir del 19 de marzo de 2020 como consecuencia de la pandemia del COVID 19 ha planteado nuevos desafíos que han hecho indispensable la celebración de reuniones a distancia. En este contexto, la Inspección General de Justicia dictó la Resolución General 11/2020 regulando las reuniones a distancia de los órganos de administración y gobierno durante el período de emergencia sanitaria. La nueva regulación permite la celebración de dichas reuniones a distancia incluso cuando el estatuto de la sociedad no lo prevea y flexibiliza el requisito de la existencia de un quórum físico. Asimismo, para las sociedades con oferta pública, la CNV dictó la Resolución General 830/2020, que estableció un mecanismo similar. Mediante Resolución 912/2021 se proyectó establecer ese régimen de manera permanente para las sociedades cotizadas, pero finalmente ello no fue plasmado. La Resolución 939/2022 dispuso la modificación de las Normas de la CNV manteniendo el régimen sólo para aquellas sociedades que prevean la celebración de

La segunda parte del artículo 260 establece que el quórum para las reuniones de directorio no podrá ser inferior a la mayoría absoluta de sus integrantes, aunque el estatuto puede exigir un quórum mayor o incluso la unanimidad<sup>239</sup> para todas las reuniones o para situaciones especiales. Este quórum deberá mantenerse durante todas las deliberaciones y mientras dure la reunión, como resulta lógico en un órgano colegiado<sup>240</sup>. La falta de quórum tornara nulas las decisiones adoptadas por el directorio<sup>241</sup>. La norma exige contar el quórum constitutivo sobre el total de los directores, presentes o ausentes. Al tratarse de un quórum constitutivo, deberá computarse también a los directores a quienes les alcance la prohibición de votar.

En cuanto a las normas de deliberación y adopción de decisiones, la LGS nada dice, pero resulta evidente que el estatuto debe contemplarlas. Las decisiones, lógicamente, podrán adoptarse, como mínimo, por la mayoría simple de votos presentes, salvo mayorías especiales que pueda contemplar el estatuto. El voto no podría ser secreto, pues de esa manera se violarían las normas sobre prohibiciones de voto. De ahí que el voto deba ser expresado de manera oral<sup>242</sup>. En el acta respectiva deberá constar el sentido del voto de cada participante en la reunión, junto con las eventuales observaciones que formule. El voto debe ser expresado de manera personal, no pudiendo emitirse a través de mandatario, salvo que éste sea otro director presente y exista el quórum constitutivo, conforme lo dispone el artículo 266, que además prohíbe el voto por correspondencia. En este caso, la responsabilidad del ausente que emitió su voto por intermedio de otro director será la misma que la de los directores presentes. Si quien votó lo hizo en contra de la decisión adoptada por la mayoría, deberá dejar constancia de ello en el acta, lo que le

---

asambleas a distancia en sus estatutos, aunque prorrogó el régimen transitorio de la Resolución 830/2020 hasta el 31/12/2022.

<sup>239</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 260.

<sup>240</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 260, § 36, apartado j). En contra, sosteniendo que el quórum se exige sólo al inicio de la reunión, Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 260.

<sup>241</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo V, comentario al artículo 260, § 36, apartado h).

<sup>242</sup> *Ibidem*.

permitirá eventualmente eximirse de responsabilidad, siempre que cumpla con lo exigido por el artículo 274 *in fine* (dar noticia al síndico antes de que su responsabilidad sea denunciada o se ejerza la correspondiente acción judicial). La abstención no podría en este caso computarse como voto en contra a los fines de la responsabilidad del director<sup>243</sup>.

En caso de empate, el estatuto puede prever que el voto del presidente del directorio sea considerado como doble. Aquí debe tenerse presente también la norma del artículo 161, del Código Civil y Comercial.

En última instancia, procederá la intervención judicial.

Ni la LGS, ni el Código Civil y Comercial han previsto la posibilidad de adoptar decisiones sin una reunión de directorio, aunque sí se prevé para el caso de las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 159). Por su parte, el artículo 53 de la ley 27.349 prevé para las sociedades por acciones simplificadas que las decisiones del órgano de gobierno se adopten por escrito, norma que podría bien aplicarse analógicamente al órgano de administración.

En cuanto a la periodicidad de las reuniones del directorio, el artículo 267 originalmente establecía que éste debía reunirse al menos una vez por mes, lo que fue objeto de críticas y finalmente reformado por la ley 22.903 que dispone el requisito actual de una vez cada tres meses. Se trata de un mínimo. El estatuto podría prever reuniones más frecuentes.

Las resoluciones debidamente adoptadas por el directorio en reuniones (en caso de actuación colegiada) que hayan sido debidamente convocadas y constituidas, obligan a la sociedad. Toda la doctrina y la jurisprudencia mayoritaria entienden que las resoluciones del directorio son impugnables, pese a no estar prevista esta circunstancia en la LGS. En el régimen original de la ley 19.550 quizás se justificaba esa ausencia de regulación, atento al sistema de responsabilidad agravada que preveía. Con la reforma de la ley 22.903, se atenuó aquel régimen de responsabilidad, con lo que la inimpugnabilidad

---

<sup>243</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 260). En contra: Verón, Alberto, “*Sociedades Comerciales*”, pág. 107.

de las decisiones del directorio devino injustificada<sup>244</sup>. El sistema de responsabilidad actual resulta insuficiente para prevenir posibles daños derivados de la ejecución de una resolución de directorio contraria a la ley. De ahí la necesidad de conceder la facultad de impugnarla.

Podrán impugnarse entonces aquellas resoluciones del directorio que sean nulas por tener un vicio esencial en alguno de sus elementos, ya sea en la forma, en la causa, en el objeto o en la capacidad jurídica de obrar de la sociedad o en la actuación del órgano como tal. No podrían ser impugnadas resoluciones del directorio por razones de oportunidad, mérito o conveniencia, siendo en este sentido plenas las facultades de administración del directorio.

En cuanto a quiénes pueden ejercer la acción judicial de impugnación, la doctrina no es conteste. Algunos autores afirman que el accionista individual puede iniciarla pues tiene el derecho y el deber de exigir a todos los órganos sociales el cumplimiento de la ley, del estatuto y del reglamento<sup>245</sup>.

También podrían iniciar la acción de impugnación los directores ausentes o presentes que votaron en contra de la resolución (siempre que dejen constancia de ello en el acta respectiva), el síndico y la autoridad de contralor de la sociedad<sup>246</sup>.

La acción se dirige a la sociedad, no al directorio (pues éste es sólo un órgano de aquélla) ni a los directores individualmente considerados, aunque en este caso podrá acumularse con la respectiva acción de responsabilidad individual.

La mayoría de la doctrina y jurisprudencia consideran que, previo a iniciarse la acción judicial de impugnación, debe agotarse la vía societaria interna, esto es, la convocatoria a asamblea o la denuncia al síndico para que éste lo haga. La asamblea no

---

<sup>244</sup> Nissen, Ricardo Augusto, “*Ley de Sociedades...*”, pág. Tomo 4, pág. 255.

<sup>245</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 267). En contra: Zaldívar, Enrique, Manóvil, Rafael, Ragazzi, Guillermo, Rovira, Alfredo y San Millán, Carlos, “*Cuadernos...*”, pág. 535.

<sup>246</sup> Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades...*”, Tomo IV, comentario al artículo 267.

podrá revocar la resolución del directorio, pues ella no la dictó, ni tampoco anularla, pues ésta es facultad de los jueces, pero sí podría exigir al directorio su revocación, quien deberá acatar esa orden o sino impugnar de nulidad la resolución asamblearia (artículo 255, de la LGS)<sup>247</sup>.

Analógicamente deberá aplicarse el plazo del artículo 251, el que se contará desde el conocimiento por parte de los accionistas de la resolución impugnada o desde la clausura de la reunión de directorio que la adoptó en el caso de directores ausentes o disidentes o del síndico<sup>248</sup>. Resulta también aplicable analógicamente la medida cautelar prevista en el artículo 252, aplicable a las resoluciones asamblearias.

#### (L) Remuneración.

Dada la poca incidencia de esta cuestión en el tema central de esta obra, no se hará aquí un análisis al respecto, aunque sí cabe mencionar las normas de la LMC y la CNV al respecto, dado que integran el deber de información de la sociedad.

En este sentido, el artículo 60, de la LMC, dispone que en la memoria del directorio se deberá incluir las modalidades de remuneración del directorio y la política de remuneración de los cuadros gerenciales de la sociedad, planes de opciones y cualquier otro sistema remuneratorio.

Asimismo, el artículo 75, de la misma ley, establece normas específicas sobre remuneración de los directores. La Sección I, del Capítulo III, del Título II, de las Normas de la CNV, establece también pautas a las que deberá ajustarse la remuneración de los directores, así como los puntos que deben informarse a los accionistas y a la CNV.

Por otro lado, en los prospectos vinculados a la emisión de títulos deberá incluirse, respecto del último ejercicio comercial completo (Anexo I a la Sección III, del Capítulo IX “Prospecto”, incluido en el Título II), información relativa a las remuneraciones.

Resulta interesante mencionar que, entre los deberes de información exigidos por

---

<sup>247</sup> *Ibidem.*

<sup>248</sup> *Ibidem.*

las Normas de la CNV está el de incluir en las memorias anuales o trimestrales del directorio un informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario que se incluye como Anexo III, al Título IV. Si bien este Código de Gobierno Societario no resulta de adopción obligatoria por parte de las sociedades emisoras, éstas deberán, en su caso, explicar en el informe mencionado el motivo de no adoptar dicho Código. En el Anexo III mencionado se incluye como principio de buen gobierno el de que el directorio debe generar incentivos a través de la remuneración para alinear a la gerencia -liderada por el gerente general- y al mismo directorio con los intereses a largo plazo de la compañía, de manera tal que todos los directores cumplan con sus obligaciones respecto a todos sus accionistas de forma equitativa. Para poner en práctica este principio, se recomiendan dos prácticas: contar con un comité de remuneraciones, compuesto en su totalidad de directores independientes, y establecer una política de remuneraciones.

Se advierte que las normas sobre remuneraciones del directorio para las sociedades de capital abierto han sido tomadas del derecho norteamericano.

(M) Comité de auditoría.

Como se dijo, el artículo 109, de la LMC, exige a las sociedades emisoras la designación de un comité de auditoría, conformado por miembros del directorio.

En este sentido, el artículo 110, de la LMC, enumera una serie de funciones que debe cumplir el comité de auditoría. Nada impide naturalmente que el estatuto asigne al comité otras funciones no mencionadas en la norma.

Además de estas funciones, el artículo 18, Capítulo III, Título II, de las Normas de la CNV, impone al comité de auditoría el deber de revisar los planes de los auditores externos e internos y evaluar su desempeño, emitiendo una opinión al respecto en ocasión de la presentación y publicación de los estados contables anuales. La norma establece pautas para la evaluación de los auditores externos.

Por otro lado, el artículo 15, Capítulo III, Título II, de las Normas de la CNV, establece que el comité de auditoría debe ser designado por el directorio de la emisora, por mayoría simple de sus integrantes, de entre los miembros del órgano que cuenten con versación en temas empresarios, financieros o contables. La designación de los miembros

del Comité de Auditoría, así como cualquier modificación en la integración de éste (ya fuere por renuncia, licencia, incorporación o sustitución de sus miembros, o cualquier otra causa) debe ser comunicada por la emisora a la CNV y a los mercados donde se negocien las acciones de la emisora, dentro de los tres días hábiles de ocurrida o de llegado el hecho a su conocimiento.

El último párrafo del artículo 110, de la LMC, faculta a la CNV a eximir a las pequeñas y medianas empresas de la constitución del comité de auditoría.

## 2.- Conclusiones.

He creído importante hacer una reseña del funcionamiento del directorio en las sociedades anónimas en la Argentina no tanto con fines informativos, pues en una obra de esta naturaleza se entiende conocido, sino a fin de explicitar y explicar determinadas tomas de posición en relación con algunas cuestiones debatidas en la doctrina y en la jurisprudencia que luego influirán en el abordamiento de la responsabilidad de los directores.

En este sentido, se ha recordado la LGS ha adoptado la teoría del órgano lo que implica que las facultades y funciones del directorio le son atribuidas por la ley, no por los accionistas, ni por la sociedad. De ahí la separación entre la función de administración y la de gobierno. Pero ello no exime a los administradores de cumplir y ejecutar las decisiones de la asamblea que hayan sido adoptadas dentro de sus facultades.

En cuanto a las personas físicas que integran el directorio, he compartido la posición doctrinaria que conceptúa la relación entre aquellas y este como una locación de servicios, sin perjuicio de que pueda existir, además, una relación de dependencia del director con la sociedad.

Se ha descrito no sólo la regulación establecida en la LGS, sino que también se han mencionado los aspectos previstos en la LCM para las sociedades cotizadas, ley que goza, además, de prelación normativa respecto de la primera. Entre esos aspectos pueden mencionarse las relacionadas con el carácter independiente que deben tener los directores miembros del comité de auditoría que aparece, en algunas circunstancias, como requisito para aspirar al cargo.



El directorio encuentra un límite a su actuación en el objeto de la sociedad, conforme lo establecido en el artículo 58, de la LGS, lo que implica un régimen más estricto respecto del sistema francés o del anglosajón, estando en sintonía, por ejemplo, con lo establecido en la ley societaria española<sup>249</sup>. No es este el lugar para hacer un análisis crítico del tema, que ha sido y es motivo de amplio debate en la doctrina nacional, pero puede apuntarse que la sanción de la ley 27.349, que creó las sociedades por acciones simplificadas implicó una flexibilización en la norma sobre objeto social<sup>250</sup>.

En cuanto a su composición, en las sociedades cotizadas el directorio debe estar integrado por tres o más miembros, debiendo actuar como órgano colegiado. Se entiende que la complejidad de la gestión de una sociedad de este tipo requiere una supervisión en cabeza de más de un director y además de esta manera se propicia la actuación de directores independientes, otorgando mayor seguridad a los accionistas.

Otro punto controvertido es si el director tiene derecho a una indemnización en caso de revocación del cargo por parte de la asamblea. Aunque alguna jurisprudencia laboral le ha otorgado ese derecho, comparto la opinión ampliamente mayoritaria de la doctrina societaria que postula lo contrario, entendiendo que la relación entre el director y la sociedad no es de carácter laboral, sin perjuicio, insisto, de otras tareas que realice en relación de dependencia.

Los mecanismos de adopción de decisiones en el seno del directorio no han sido regulados en la LGS, por lo que deberá estarse a los que establezcan los estatutos, aunque el Código Civil y Comercial, en su artículo 161, contiene una norma de aplicación a las sociedades anónimas para los supuestos allí contemplados. Se trata de una norma general aplicable a todas las personas jurídicas que se aparta del sistema de la LGS, aunque puede resultar útil en algunos casos. Aunque el artículo no lo diga, en última instancia procedería

---

<sup>249</sup> Artículo 234, de la Ley 19/1989 de Sociedades de Capital, del 25 de julio de 1989, Texto Refundido según Real Decreto Legislativo No. 1/2010, del 2 de julio de 2010.

<sup>250</sup> Al respecto puede consultarse Mirande, Javier y Orquera, Juan Pablo, “*Actuación de los representantes de las SAS de objeto amplio*”, ponencia presentada en el XV Congreso Argentino de Derecho Societario y XI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, celebrado en octubre de 2022 en la ciudad de Córdoba.

la intervención judicial de la sociedad, conforme las pautas de la LGS.

Tampoco prevé la LGS la impugnación de las decisiones del directorio, no obstante lo cual, toda la doctrina y la jurisprudencia admiten esa posibilidad. Sería deseable incorporar una regulación del tema en una futura reforma societaria dado lo importante del tema especialmente en las sociedades cotizadas en las que se requiere de mecanismos que provean certidumbre a los accionistas e inversores.

En cuanto a las remuneraciones, la LMC contiene normas específicas para las sociedades cotizadas, buscando transparentar los mecanismos de su otorgamiento y la información al mercado, normas tomadas en general del derecho de los Estados Unidos.

En definitiva, la regulación del directorio en la LGS se encuentra en línea con lo legislado en los países de tradición europea continental, especialmente España e Italia, aunque reconoce algunas disposiciones traídas del derecho estadounidense (como el sistema de elección de directores por acumulación de votos, de escasa utilización en la práctica). La LMC contiene también normas particulares para las sociedades cotizadas que buscan en general la protección de los inversores y la transparencia en la información brindada por las emisoras al mercado.

A fin de poder analizar el objeto de estudio de esta obra, esto es, la responsabilidad de los directores, resultaba necesario caracterizar la naturaleza y funciones del directorio y describir brevemente su régimen legal. Especialmente importante era entender el contexto histórico y la realidad económica en Francia y los Estados Unidos, además de analizar sus regímenes legales. De esta manera, podrá comprenderse mejor el sistema de responsabilidad en uno y otro país, así como en el de la Argentina, y confrontar la normativa societaria con la específica de los mercados de capitales, dos regulaciones con intereses y objetivos diferentes que confluyen a la hora de analizar la responsabilidad.

Precisamente, en la segunda parte, se estudiarán los regímenes legales que regulan los mercados de capitales, paso indispensable para luego pasar a analizar los diferentes sistemas de responsabilidad.

## **SEGUNDA PARTE**

### **LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES**

## CAPÍTULO I

### Introducción

#### 1.- Los mercados de capitales.

Resulta sorprendente analizar la historia de los mercados de capitales a nivel mundial y descubrir la notable evolución y sofisticación que los mismos han alcanzado en poco más de cincuenta años.

Para comprender mejor estos fenómenos es preciso remontarse al florecimiento del capitalismo en Occidente, especialmente a partir de mediados del siglo XIX.

El surgimiento y desarrollo de las sociedades por acciones y las necesidades de financiamiento de los Estados, en el marco de la Revolución Industrial, difundieron los instrumentos de crédito y las inversiones de capital. Es en este período de imperio de las ideas capitalistas en que se dio el auge de las bolsas de valores y de los nacientes mercados de capitales.

Asimismo, a partir de la segunda mitad del siglo XIX y principios del siglo XX, la riqueza deja de estar predominantemente manifestada en bienes de consumo y en la adquisición de propiedades rurales para pasar al sistema bancario y bursátil, produciendo la transformación de las fortunas en valores mobiliarios<sup>251</sup>.

Poco a poco, la Bolsa, que había sido privilegio de unos pocos y poderosos financistas, se abre a una masa de inversores, como canalizadora de ahorro e incluso de

---

<sup>251</sup> Al respecto, resulta de interesante lectura la obra de Émile Zola, “*L’Argent*” (escrita en 1891). En ella, un especulador asegura a una inversora que duda en comprometer su capital: “*Pero Señora, ninguna persona vive ya más de la tierra. La antigua fortuna dominial es una forma caduca de la riqueza... Era el estancamiento mismo del dinero. Nosotros hemos duplicado su valor, lanzándolo a la circulación, tanto por el papel moneda, como por títulos de todo tipo, comerciales y financieros. Es así que el mundo será renovado...*”, (Ed. Arvensa, París, 2014, pág. 109; traducción del autor). Palabras proféticas sin duda.

especulación, llegando también a sectores sociales más modestos.

Sin embargo, la evolución de los mercados financieros no se ha detenido.

En las últimas décadas se ha asistido a una verdadera revolución en los mercados mundiales. De un mundo de mercados nacionales aislados y dominio de instrumentos financieros de renta fija se ha pasado a otro de mercados altamente integrados, con una muy amplia oferta de instrumentos financieros y con nuevos métodos de diversificación de riesgos de mercado.<sup>252</sup>

En la actualidad, los mercados de capitales constituyen un medio de financiamiento a mediano y largo plazo tan perfeccionado y sofisticado que ninguna sociedad desarrollada, o que pretenda serlo, puede darse el lujo de prescindir de ellos. Hoy en día, en el mundo, las empresas, los particulares y aún los gobiernos sólo pueden acceder a recursos financieros de cierta entidad, en forma ágil, eficiente y barata, a través del mercado de capitales.

## 2.- Características de los mercados financieros actuales.

Como ya se ha dicho, el sistema financiero mundial ha pasado por procesos de desarrollo revolucionarios, como así también por crisis profundas, en las últimas décadas. Han ocurrido más cambios en este período que los que se produjeron en toda la historia de los mercados financieros.

Estos procesos de cambio están marcados por ciertas condiciones o características que son en parte causa de ese cambio y en parte consecuencia de él.

Son características actuales de los mercados financieros la globalización<sup>253</sup>, la

---

<sup>252</sup> Fabozzi, Frank y Modigliani, Franco, "*Capital Markets: Institutions and Instruments*", Prentice Hall, New Jersey, 1992, p. xxi.

<sup>253</sup> Se trata de un fenómeno complejo que obedece a múltiples causas. En lo que concierne a la materia de esta obra, el flujo de información a nivel mundial se ha extendido y hecho accesible a prácticamente cualquier inversor en cualquier parte del mundo, lo que, sumado a la integración mundial de

desintermediación financiera, la titularización o securitización<sup>254</sup>, la institucionalización de la inversión<sup>255</sup>, la desmaterialización de los instrumentos financieros; la implementación de mecanismos centralizados de registro y operaciones<sup>256</sup> y la informatización e integración de los mercados<sup>257</sup>.

---

los mercados y a su funcionamiento a partir de sistemas informáticos, permite operar también desde cualquier parte del mundo.

<sup>254</sup> En México se denomina a este proceso *bursatilización*. En Francia *titrisation*, en España *titularización* (cfr. Ganapolsky, Eduardo, "*Securitización: un nuevo desafío*", Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario, N° 1462, abril de 1994).

<sup>255</sup> A través de los inversores institucionales privados (fondos de inversión, administradoras de fondos de pensión, compañías de seguro, etc.).

<sup>256</sup> Un fenómeno ligado íntimamente al de la desmaterialización de los valores, lo constituye la aparición de mercados en los que las operaciones se realizan totalmente al margen de los títulos o productos en sí. Tales son algunos de los mercados de futuros, en los que la negociación no se realiza sobre determinados títulos (desmaterializados o no) o productos, sino sólo sobre índices de precios. En estos mercados de futuros no hay entrega física de los productos negociados, sino que las operaciones se liquidan por compensación. En las operaciones sobre el índice MerVal, por ejemplo, se negocia sobre el índice mencionado y las operaciones se liquidan por diferencias en la evolución de ese índice. Con anterioridad a la vigencia de la LMC, el Código de Comercio y la ley 17.811 (artículo 25) prohibían las llamadas operaciones diferenciales. En concreto, esta última norma prescribía que las operaciones debían ser concertadas para ser cumplidas y que las partes no podían sustraerse a su cumplimiento aduciendo que tenían la intención de liquidarlas por diferencias de precios. Esta prohibición fue eliminada por la LMC.

<sup>257</sup> La celebración manual de contratos de compra y venta de títulos de manera personal, cara a cara, en un recinto bursátil o por vía telefónica, ha sido reemplazada por el "macheo" automático de órdenes de compra y venta a través de comunicaciones electrónicas y sistemas de procesamiento de información. La negociación de títulos, que solía estar altamente concentrada en las bolsas tradicionales, se encuentra ahora ampliamente dispersa en múltiples mercados automatizados. Los especialistas de bolsa y los negociantes del mercado extrabursátil han sido eclipsados por negociantes por cuenta propia que ofrecen liquidez en los mercados automatizados mediante la implementación de estrategias de negociación algorítmicas. Estas estrategias suelen basarse en un menú de nuevos y complejos tipos de órdenes que los mercados han creado para complementar las tradicionales órdenes de mercado. Los avances tecnológicos han hecho posibles estos desarrollos. El costo de crear plataformas de negociación ha disminuido a medida

A estas características propias de los mercados, deben sumarse dos condiciones que la ciencia financiera exige para el funcionamiento eficiente de dichos mercados: la transparencia en la información y la protección del inversor. Se trata, además, de los dos objetivos que persigue la regulación legal.

---

que las computadoras reemplazaban a los recintos físicos de negociación, permitiendo a inversores, mercados y agentes solucionar viejos problemas de una manera nueva. En lugar de negociadores que actualizan cotizaciones manualmente para reflejar la información de las operaciones y sus propias necesidades, los negociadores por cuenta propia utilizan sistemas automáticos para obtener datos del mercado y realizar transacciones en base a estrategias predeterminadas en milisegundos o menos. En vez de emitir grandes órdenes a los intermediarios que luego “trabajan” la orden, los inversores institucionales prefieren dividir sus órdenes en muchos segmentos que se introducen en diferentes plataformas de negociación. La competencia hoy entre los mercados ya no es cuestión de diferentes métodos de unir compradores y vendedores, al estilo de la vieja competencia entre la Bolsa de Nueva York y el NASDAQ, en los Estados Unidos, sino que se basa en diferentes estructuras diseñadas para atraer importantes flujos de órdenes de negociación. Como resultado de estos avances, un inversor minorista puede hoy en día operar con mayores ventajas y velocidad y con menores comisiones y “*spreads*” que antes. Naturalmente, no todo son ventajas. Existen voces críticas a esta automatización de los mercados. Ciertos autores afirman que la nueva operatoria implica un perjuicio para los inversores minoristas, pues tiende a favorecer a los grandes inversores que procesan importantes órdenes de negociación a alta velocidad, permitiéndoles identificar cambios de precios, volúmenes de negociación u otra información de los mercados antes que otros inversores. Otros advierten sobre el crecimiento de los denominados “*dark pools*”, plataformas de negociación que no publicitan sus cotizaciones. Es claro que será función de los reguladores atender a estos aspectos negativos para corregir sus efectos (cfr. Mahoney, Paul G. y Rauterberg, Gabriel, “*The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation*”, Virginia Law and Economics Research Paper No. 2017-07, University of Virginia School of Law, disponible en línea en <https://ssrn.com/abstract=2955112>).

## CAPÍTULO II

### Los mercados de capitales en Francia

#### 1.- Las autoridades de regulación a nivel nacional.

El mercado de capitales en Francia se caracteriza por la existencia de entidades privadas con una importante regulación bajo la supervisión de la Autoridad de los Mercados Financieros (*Autorité des Marchés Financiers*, AMF<sup>258</sup>), organismo público independiente dotado de personalidad jurídica propia.

En este sentido, el artículo L. 621-1, del Código Monetario y Financiero, establece que la AMF es una autoridad pública independiente (y, por lo tanto, dotada de personalidad jurídica), siendo su misión velar por la protección del ahorro invertido en instrumentos financieros que impliquen una oferta al público o la admisión a negociaciones en un mercado reglamentado. Asimismo, debe velar por la información a los inversores y por el buen funcionamiento de los mercados. En el cumplimiento de sus funciones, la AMF debe tomar en cuenta los objetivos de estabilidad financiera en el conjunto de la Unión Europea y del Espacio Económico Europeo, como así también los objetivos de convergencia entre las normas nacionales y de la Unión Europea teniendo en cuenta las buenas prácticas y recomendaciones emitidas por los organismos de supervisión de la Unión Europea. Asimismo, coopera con las autoridades competentes de otros estados.

La AMF tiene así una doble función: la protección de los inversores y la regulación de los participantes en el mercado<sup>259</sup>.

---

<sup>258</sup> La AMF sustituyó en 2003 a la Comisión de Operaciones de Bolsa (*Commission des Opérations de Bourse*, COB), creada en 1967, que cumplía la función de protección de los inversores, y al Consejo de los Mercados Financieros (*Conseil des Marchés Financiers*, CMF), que tenía la función de autorregulación profesional.

<sup>259</sup> Como consecuencia de esta doble función, la AMF suele recibir críticas de ambos lados: los ahorristas y las entidades que los nuclean le reprochan una tendencia a ser demasiado comprensiva con las entidades de mercado y las prestadoras de servicios financieros. Éstas, a su vez, le achacan ser inútilmente puntillosa y de contribuir a un déficit de competitividad de la plaza financiera de París que compite con las



Como autoridad de los mercados financieros, la AMF dispone de poderes efectivos y no es un mero organismo consultivo. Asimismo, cumple una misión de interés general y como autoridad pública independiente comparte esa naturaleza con otros organismos (Autoridad de Regulación del Transporte, Consejo Superior Audiovisual, entre otros). La independencia de la AMF lo es en relación con el Ministerio de Economía, quien ha delegado sus facultades tradicionales en ese campo como consecuencia de la alta complejidad y sofisticación de la materia.

Su carácter de persona jurídica implica que es, en principio, la única responsable por sus actuaciones, sin comprometer la responsabilidad del estado<sup>260</sup>.

El Código Monetario y Financiero regula en sus artículos L 621-2, y R 621-1 a R 621-9 la estructura de la AMF. Ésta se compone de un Colegio, de una Comisión de Sanciones y, eventualmente, de comisiones especiales y comisiones consultivas.

Los servicios de la AMF están dirigidos por un secretario general designado por el presidente, previa opinión del Colegio.

Las facultades de la AMF son variadas: Detenta poderes de:

1) Reglamentación: Dicta su reglamento general conteniendo las normas relativas al funcionamiento de los mercados financieros, incluyendo las reglas de práctica profesional impuestas a los sujetos intervinientes en dichos mercados. Este reglamento, previa homologación del ministro de economía, se publica en el boletín oficial (*Journal Officiel de la République Française*, JORF);

2) Autorización para la oferta pública de títulos financieros;

3) Investigación;

---

de Londres, Milán, etc. (Cfr. Plavinet, Jean-Pierre, “*La Régulation Juridique des Marchés Financiers*”, disponible en línea en: [https://www.agroparistech.fr/.../Droit\\_Marches\\_Financiers\\_2012.pdf](https://www.agroparistech.fr/.../Droit_Marches_Financiers_2012.pdf). La función de regulación de los participantes en el mercado le viene de su antecesor, el Consejo de Mercados Financieros, que hasta el año 2003 funcionó a la par de la Comisión de Operaciones de Bolsa.

<sup>260</sup> Como ocurría cuando funcionaba la COB, que carecía de personalidad jurídica.

4) Jurisdicción. Aquí se hace referencia sus facultades para disponer el cese de prácticas contrarias a sus reglamentos que tengan como consecuencia alterar el funcionamiento de los mercados, o procurar ventajas injustificadas, o que afecten la igualdad de información y de tratamiento a los inversores o a sus intereses, o sean contrarias a obligaciones profesionales.

5) Imponer sanciones contra los culpables de las prácticas antes mencionadas, previo procedimiento contradictorio <sup>261</sup>. Las sanciones pueden ser advertencia, apercibimiento, la prohibición temporaria o definitiva de todo o parte de los servicios prestados por el sujeto imputado y la baja del registro de prestadores de servicios. La Comisión de Sanciones puede, en lugar de las antes mencionadas o además de ellas, aplicar multas que tienen un límite de cien millones de euros o diez veces la cuantía de los beneficios indebidamente percibidos. Se prevé, además, la posibilidad de publicar las sanciones.

6) Certificación de contratos tipo para operaciones con instrumentos financieros, a petición de uno o más profesionales, el llamado “conforme bursátil” (*rescrit boursier*).

7) Arbitraje, en caso de conflictos sometidos a su conocimiento.

8) Consultivo, al gobierno, sobre las materias sujetas a su control.

Por otro lado, la AMF tiene el deber de colaborar con la justicia civil, penal o administrativa, sea por su propia iniciativa o a requerimiento de dichas autoridades<sup>262</sup>.

---

<sup>261</sup> Según la doctrina tradicional francesa, estas sanciones tienen carácter administrativo, no penal, por lo que, inicialmente, se permitía su acumulación con las multas que puede imponer la justicia penal. Sin embargo, una decisión de la Corte de Justicia de la Unión Europea del 23 de diciembre de 2009 (caso “Spector”), parece sentar la posición, *obiter dicta*, de que estas sanciones administrativas tienen naturaleza penal (en los términos de la Convención Europea de Derechos Humanos) y, por ende, no podrían acumularse a las multas aplicadas por la justicia penal en razón del principio *non bis in idem*. Una decisión del Consejo Constitucional francés, del 4 de noviembre de 2021 determinó que las sanciones administrativas eran de naturaleza penal y, por ende, que la acumulación de ambos tipos de sanciones previstos en el Código Monetario y Financiero para ciertos casos (por ejemplo, por obstaculizar las actividades de control de la AMF) eran inconstitucionales si se acumulaban.

<sup>262</sup> Asimismo, conforme al artículo L 621-20-1, del Código Monetario y Financiero, el Procurador

Se prevén recursos contra las decisiones de la AMF ante el Consejo de Estado o ante la Cámara de Apelaciones de París, según se trate de decisiones individuales que involucren sujetos intervinientes en el mercado de capitales (fuera de las emisoras o los inversores); o no<sup>263</sup>. En la gran mayoría de los casos interviene el Consejo de Estado, puesto que suele tratarse de situaciones en las que se encuentran involucrados los sujetos antes mencionados.

A la par del control de legalidad que ejerce la AMF, existe en Francia un control denominado prudencial sobre las empresas financieras que intervienen en el mercado de capitales, ejercido por la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución (*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, ACPR), dependiente<sup>264</sup> del Banco de Francia.

La ACPR tiene como misión preservar la estabilidad del sistema financiero y proteger a los clientes, asegurados, adherentes y beneficiarios de las personas sometidas a su control. Básicamente se encarga de la supervisión de las empresas bancarias, financieras y aseguradoras, incluyendo las empresas prestatarias de servicios de inversión (*prestataires des services d'investissement*, PSI)<sup>265</sup> que actúan en el mercado de capitales, velando, entre otros aspectos, por su solvencia financiera y su capacidad para hacer frente a sus obligaciones. A fin de asegurar el cumplimiento de sus funciones, tiene poderes de control y de sanción y es quien autoriza, en lo que aquí interesa, la actuación de los agentes que actúan en el mercado de capitales<sup>266</sup>.

---

de la República puede solicitar a la AMF cualquier información que ésta posea, sin que pueda oponérsele el deber de guardar secreto.

<sup>263</sup> Artículos L 621-30 y R 621-45, del Código Monetario y Financiero.

<sup>264</sup> Por ley 2017-55, del 20 de enero de 2017, la ACPR perdió el estatus de autoridad administrativa independiente.

<sup>265</sup> Como se verá más adelante, estas PSI son las que actúan como agentes de mercado.

<sup>266</sup> En algunos casos, este control de autorización es compartido con la AMF quien, para el caso de empresas que presten servicios de gestión de portafolio por cuenta de terceros o de asesoramiento en inversión, debe previamente aprobar el programa de actividad del sujeto candidato. Incluso si éste tiene como actividad principal la de prestar servicios de asesoramiento en inversión, la aprobación debe otorgarse únicamente por parte de la AMF (artículo L 532-1, tercer párrafo, del Código Monetario y Financiero).

La ACPR se compone de un colegio de supervisión, un colegio de resolución y una comisión de sanciones, siendo el colegio de supervisión la instancia principal.

El colegio de resolución de la ACPR fue creado en el año 2013 con la intención de separar las funciones de supervisión y de resolución de crisis, permitiendo una mayor capacidad operacional. Se encarga de elaborar, poner en funcionamiento y supervisar las medidas de prevención y resolución de crisis bancarias. Está presidido por el gobernador del Banco de Francia y compuesto por siete miembros (artículo L 612-8-1).

A la comisión de sanciones, por su parte, la ley le ha confiado el poder disciplinario, siendo independiente del colegio de supervisión. De ahí que las funciones de miembro de la comisión no son compatibles con la de miembro del colegio<sup>267</sup>.

El Código Monetario y Financiero establece un procedimiento para imponer sanciones, con participación de la parte contra quien se inician las actuaciones<sup>268</sup>.

Las sanciones pueden ser: advertencia (pública o no), apercibimiento, prohibición de realizar determinadas actividades u operaciones, suspensión temporaria de uno o más dirigentes o su destitución de oficio, retiro total o parcial de una autorización, y la eliminación de la lista de sujetos autorizados. Además de estas sanciones o en lugar de ellas, la comisión puede imponer multas de hasta 100 millones de euros<sup>269</sup>. Puede disponerse, además, la publicación de la sanción en uno o más diarios. Contra una

---

Entre otras funciones de la ACPR, está el controlar que los establecimientos de crédito cumplan las disposiciones legislativas y reglamentarias que les son aplicables, examinar las condiciones de su explotación, velar por la calidad de su situación financiera (exigiendo el cumplimiento de determinadas ratios), y exigir y controlar la puesta en funcionamiento de mecanismos de garantía de depósitos.

<sup>267</sup> Está compuesta por dos miembros del Consejo de Estado, uno de los cuales debe ser elegido presidente; un juez de la Corte de Casación, y tres personas elegidas en razón de su idoneidad en materias útiles a los fines de la ACPR. Tienen un mandato de cinco años, renovable una sola vez (artículo L 612-9).

<sup>268</sup> Artículo L 612-38.

<sup>269</sup> Esta multa puede ser de hasta el 10% de la facturación de una empresa o dos veces el beneficio obtenido por la infracción hasta un máximo de cinco millones de euros en caso de violación a los parámetros prudenciales establecidos en el reglamento de la Unión Europea No. 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo del 26 de junio de 2013.

decisión de sanción, el Código Monetario y Financiero habilita el recurso de plena jurisdicción por ante el Consejo de Estado<sup>270</sup>. Téngase presente que siempre se está en una jurisdicción administrativa.

Puede mencionarse también la existencia del Alto Consejo para la Estabilidad Financiera (*Haut Conseil de stabilité financière*, HCSF), organismo de colaboración entre autoridades creado en el año 2013, encargado de velar por la estabilidad del sistema financiero francés y de definir la política necesaria para limitar los riesgos<sup>271</sup>.

Colabora estrechamente con las autoridades a nivel europeo, especialmente la Autoridad Bancaria Europea, el Comité Europeo de Riesgo Sistémico y la Comisión Europea.

## 2.- Las autoridades de regulación a nivel europeo.

A nivel de la Unión Europea existe el denominado Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), creado el 1 de enero de 2011. Se trata de una red de autoridades de supervisión financieras nacionales y comunitarias que tiene por objetivo general garantizar la supervisión integrada del sistema financiero de la Unión<sup>272</sup>. Lo componen la Junta Europea de Riesgo Sistémico, encargada de la supervisión macroprudencial, y las autoridades europeas de supervisión (AES), encargadas de la supervisión microprudencial. Estas son la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados. El SESF se completa con el Comité Mixto de las autoridades europeas de supervisión, encargado de la coordinación global e intersectorial entre ellas, como así también de la resolución de las diferencias entre dichas autoridades, y compuesto por los

---

<sup>270</sup> Artículo L 612-16.

<sup>271</sup> Se compone de ocho miembros: el Ministro de Finanzas, que oficia como presidente, el gobernador de la Banca de Francia, el vicepresidente de la ACPR, el presidente de la AMF, el presidente de la ANC y otros tres miembros con experiencia en materia financiera, económica o monetaria, designados a propuesta de la asamblea nacional, el senado y el Ministro de Finanzas.

<sup>272</sup> Tapia Hermida, Alberto J., “*Manual de Derecho del Mercado Financiero*”, Iustel, Madrid, 2015, Pág. 453.

presidentes de las tres autoridades europeas. Las autoridades nacionales de cada país miembro de la Unión también participan en el SESF.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), con sede en París, tiene competencia para supervisar el mercado de valores e instrumentos financieros, controlando a los participantes en dicho mercado y coordinando a las autoridades nacionales (en el caso de Francia, la AMF) para garantizar que los riesgos de inversión y de otro tipo estén regulados y supervisados en forma adecuada. Es un organismo de la Unión dotado de personalidad jurídica que responde al Parlamento Europeo y al Consejo.

Son sus objetivos, de manera general, proteger el interés público contribuyendo a la estabilidad y eficacia del sistema financiero a corto, mediano y largo plazo, para la economía de la Unión, sus ciudadanos y sus empresas. Como objetivos específicos sustanciales, mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular con un nivel sólido, efectivo y coherente de regulación y supervisión; velar por la integridad, la transparencia, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros; reforzar la coordinación de la supervisión internacional; evitar el arbitraje regulatorio y promover la igualdad de condiciones de competencia; y reforzar la protección del consumidor. Son objetivos instrumentales, garantizar la aplicación coherente, eficiente y efectiva de las normas comunitarias correspondientes; fomentar la convergencia en la supervisión entre las distintas autoridades nacionales; emitir dictámenes dirigidos al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, y realizar análisis económicos de los mercados<sup>273</sup>.

Como se advierte, las funciones esenciales de la AEVM son de coordinación de las autoridades nacionales de supervisión, pudiendo en casos excepcionales actuar directamente.

### 3.- Los mercados.

Hasta 1993, la institución que monopolizaba el mercado de instrumentos financieros en Francia era la Bolsa de París, que además era considerada como una institución que aseguraba un servicio público. En aquel año, el Consejo de Ministros de

---

<sup>273</sup> Ídem, pág. 455.

la Unión Europea sancionó la Directiva 93/22, referida a servicios de inversión, que fuera luego adoptada en derecho interno francés por la ley 96-597, del 2 de julio de 1996, sobre modernización de actividades financieras, mediante la cual las referidas características de la Bolsa de París, esto es, el monopolio de los mercados y la condición de institución garante de un servicio público, desaparecieron. La Bolsa pasó a ser una empresa de mercado, en los términos del artículo L 421-2, del Código Monetario y Financiero. Según esta norma, toda empresa de mercado debe revestir la forma de una sociedad comercial de derecho privado, sometida a las mismas reglas que cualquier sociedad cotizada en lo que se refiere al control de su capital social. Una empresa de mercado administra un mercado reglamentado, definición proporcionada por el artículo L421-1, del Código:

*“Un mercado reglamentado es un sistema multilateral que asegura o facilita el encuentro, en su seno y conforme a reglas no discrecionales, de múltiples intereses vendedores y compradores manifestados por terceros respecto de instrumentos financieros admitidos a negociación en dicho mercado, de manera tal de llegar a la conclusión de contratos relativos a dichos instrumentos.”<sup>274</sup>*

De todas maneras, en la actualidad, la Bolsa de París (o, en realidad, NYSE-Euronext<sup>275</sup>) sigue administrando el principal mercado reglamentado de Francia y es la

---

<sup>274</sup> Traducción del autor.

<sup>275</sup> NYSE-Euronext administra, además, el Mercado a Término de Instrumentos Financieros (MATIF), de productos derivados (monedas, bonos del Tesoro, obligaciones y contratos a término sobre mercaderías), y el Mercado de Opciones Negociables de París (MONEP), de índices bursátiles. La Bolsa de París estaba originalmente operada por la *Compagnie des Agents de Change* (sociedad de agentes de cambio), entidad que agrupaba a los agentes de bolsa que eran designados por el estado. A fines del siglo XX, sin embargo, se aceleró un proceso de desregulación, en consonancia con la directiva de la Unión Europea sobre los mercados de instrumentos financieros que autorizaba la creación de sistemas multilaterales de negociación con estructuras bursátiles enteramente privadas. Es así que, a partir de fines de los años noventa, la Bolsa de París lanza una iniciativa de fusión entre diversas bolsas europeas, como las de Amsterdam y Bruselas, que culmina en la creación de Euronext en diciembre del año 2000. En 2007, Euronext se fusiona con la Bolsa de Valores de Nueva York, dando lugar a la sociedad NYSE Euronext. En 2014, y como consecuencia de la adquisición del grupo NYSE Euronext por parte de Intercontinental Exchange Inc, (ICE), grupo norteamericano formado por diversas empresas participantes en los mercados, Euronext pasa a ser una sociedad cuyas acciones cotizan en los mercados de París, Amsterdam y Bruselas con once accionistas de referencia privados, en su mayoría bancos. Se completó así un proceso de

que detenta la mayor porción de negociación en valores incluidos en el CAC 40<sup>276</sup>.

Justamente para eliminar el monopolio en las operaciones financieras que existían en muchos países, en 2004 el Parlamento y el Consejo Europeos adoptaron la Directiva 2004/39/EC, denominada Directiva “MIF” (Mercado de Instrumentos Financieros) o “MiFID” (*Market in Financial Instruments Directive*). Esta normativa, pensada para ser implementada en cuatro etapas, la primera de las cuales entró en vigencia el 1 de noviembre de 2008<sup>277</sup>, buscó armonizar las regulaciones sobre servicios financieros de los distintos estados de la Unión con el fin de incrementar la competencia y la protección a los consumidores de dichos servicios. Se basa en dos conceptos básicos: el principio de la máxima armonización legislativa y la eliminación del monopolio de los mercados reglamentados que implicaba que las empresas de servicios financieros sólo podían canalizar órdenes de compra o venta de instrumentos financieros a través de mercados reglamentados.

La Directiva incluye prácticamente la totalidad de los productos financieros (títulos valores, derivados, *commodities*), con la excepción de ciertas operaciones en moneda. Las empresas de instrumentos financieros que resultan alcanzadas por la normativa pueden beneficiarse del denominado “pasaporte”, esto es, pueden proveer servicios financieros a personas de países distintos de los de su sede.

Para reforzar la eliminación del monopolio de los mercados, la Directiva propugna el principio de “*best execution*” o “mejor resultado posible”, es decir que cuando la empresa de servicios financieros (agente) recibe una orden de bolsa debe adoptar todos los medios razonables para ejecutarla en las mejores condiciones disponibles en el mercado, no sólo en cuanto al precio, sino también teniendo en cuenta, entre otros factores,

---

privatización completo, aunque con fuerte regulación estatal a través de la AMF.

<sup>276</sup> El CAC 40 (*Cotation Assistée en Continu*) es un índice bursátil que nuclea los cuarenta títulos más significativos elegidos de entre las cien mayores empresas francesas. Es similar al Dow Jones de la Bolsa de Nueva York.

<sup>277</sup> La segunda etapa, llamada MiFID II, entró en vigencia el 3 de enero de 2018.



los costos y velocidad de la transacción, y su rapidez de cumplimiento<sup>278</sup>. Como las cotizaciones varían a cada instante, el sistema requiere información de manera constante y las órdenes se cruzan en micro-segundos<sup>279</sup>.

Como consecuencia de la Directiva MIF, aparecieron en numerosos países los sistemas alternativos de transacciones (previstos en dicha Directiva), también denominados sistemas multilaterales de negociación, plataformas informáticas que compiten con los mercados tradicionales, especialmente por sus menores costos. Una de las más importantes en Europa y a nivel mundial es la denominada BATS Chi-X, unión de las plataformas BATS (de origen estadounidense) y Chi-X (de origen japonés), que maneja volúmenes negociados superiores a los de los restantes mercados regulados europeos<sup>280</sup>.

La Directiva fue incorporada al Derecho Francés mediante la ley 2007-544, del 12 de abril de 2007, que modificó varios artículos del Código Monetario y Financiero.

Así, conforme al artículo L 424-1, primer párrafo, un sistema multilateral de negociaciones es un sistema que, sin tener la calificación de mercado reglamentado, asegura el encuentro, en su seno y conforme a reglas no discrecionales, de múltiples intereses compradores y vendedores manifestados por terceros respecto de instrumentos financieros, con el fin de concluir transacciones sobre ellos.

Estos sistemas deben ser administrados por una empresa prestataria de servicios financieros, aprobada por la AMF, o por una empresa de mercado.

Debe tenerse presente que el hecho de no ser caracterizado legalmente como un mercado reglamentado no implica que estos mercados estén desprovistos de control por parte de la AMF. Al contrario, ésta ejerce sobre ellos esencialmente el mismo control que

---

<sup>278</sup> Normalmente lo que varía es el precio, siendo las restantes condiciones similares o idénticas.

<sup>279</sup> Obviamente, estos sistemas están totalmente informatizados de manera de presentar siempre, en cada instante, la mejor opción frente a una determinada orden.

<sup>280</sup> Este mercado en particular, por su importancia, tiene el mismo nivel de supervisión que un mercado reglamentado.

sobre un mercado reglamentado.

(A) Los mercados reglamentados.

Los mercados reglamentados son aprobados por el Ministerio de Economía (con la aprobación previa de la AMF) y se inscriben en un registro. Funcionan de manera continua y abierta a todos y se les exige establecer una igualdad de tratamiento de los operadores y la transparencia en las operaciones. Tienen la obligación de publicar la cotización de los valores negociados. Un mercado reglamentado puede ser tanto un mercado de títulos, como uno de productos derivados.

Estos mercados deben responder a determinados principios comunes: seguridad, transparencia, integridad, igualdad y equidad<sup>281</sup>.

En Francia, en los mercados reglamentados, la interacción es multilateral, no bilateral, y está centralizada en las órdenes de compra o venta. No hay, propiamente hablando, negociación sobre el precio y demás condiciones puesto que los participantes comunican sus órdenes de manera anónima. Los precios son determinados en función de las órdenes ingresadas y de ahí que se diga que los precios siguen a las órdenes. Luego de la negociación, todas las órdenes se transmiten a una cámara de compensación, garante del buen fin de las transacciones<sup>282</sup>.

Como se dijo antes, un mercado reglamentado es administrado por una empresa de mercado, que juega un rol determinante. Debe controlar que sus miembros respeten las reglas y detectar y prevenir cualquier comportamiento potencialmente revelador de

---

<sup>281</sup> Merville, Anne-Dominique, “*Droit Financier*”, Gualino Éditeur, Tercera edición, Issy-les-Moulineaux, 2017, págs. 50 y ss.

<sup>282</sup> En estos sistemas, el precio es único y se aplica a todos los operadores. Es el principio denominado de centralización de las órdenes que supone una gran liquidez en el mercado y permite que el proceso de formación de los precios sea eficaz. Como se verá más adelante, esta característica multilateral del mercado tendrá gran influencia en la responsabilidad civil. En los mercados anglosajones, por el contrario, se admite que los precios sean negociados bilateralmente en el seno del mercado, lo que conduce a precios diferentes según los precios de compra o venta. Luego, esos precios se promedian para su publicación. Es el sistema de precios múltiples o de centralización de precios (cfr. Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 36).

una manipulación de las cotizaciones, de la difusión de información falsa o de operaciones con información privilegiada (*insider trading*, en inglés; *délit d'initié*, en francés), como así también cualquier conflicto entre las exigencias del buen funcionamiento del mercado y sus intereses o los de sus accionistas. Debe ejercer sus funciones con diligencia, lealtad, imparcialidad y neutralidad en el respeto por la integridad del mercado. La empresa de mercado debe asegurarse también que los emisores de títulos hagan conocer a sus socios o miembros cualquier información que publiquen. Cualquier incumplimiento debe ser informado a la AMF.

Durante las horas de negociación en el mercado, la empresa de mercado debe publicar continuamente los precios de compra y de venta, así como el número de instrumentos financieros correspondientes. Esto hace a la obligación de transparencia previa a la negociación. Asimismo, la empresa debe hacer público el precio, el volumen y la hora de las transacciones ejecutadas. Esto hace a la obligación de transparencia post-negociación.

La empresa de mercado debe establecer las reglas bajo las cuales operará el mercado reglamentado, las que deben ser aprobadas por la AMF.

Tanto las personas bajo su responsabilidad, como aquellas que actúan en su nombre tienen el deber de guardar secreto profesional respecto de las informaciones confidenciales a que tienen acceso, las que sólo podrán utilizar para el ejercicio de sus funciones. Estas personas pueden efectuar por su propia cuenta operaciones sobre instrumentos financieros en las condiciones que la propia empresa de mercado determine.

La empresa de mercado dicta también las reglas según las cuales serán admitidos a negociación en el mercado que administra determinados instrumentos financieros, como así también los casos en que dicha negociación puede ser suspendida o eliminada<sup>283</sup>.

(B) Los sistemas multilaterales de negociación.

Como se vio, el Código Monetario y Financiero define a los sistemas multilaterales de negociación de manera muy similar a los mercados reglamentados. Originalmente, estos mercados eran informales, carecían de normas de admisión para los

---

<sup>283</sup> *Ibidem*.

títulos que se negociaban en ellos, las empresas no tenían obligaciones de información y no estaban sujetos a control estatal. Con las diversas directivas de la Unión Europea, especialmente la ya mencionada MIF, los sistemas multilaterales de negociación prácticamente se asimilaron a los mercados reglamentados, aunque conservan cierto nivel menor de exigencias.

Estos mercados deben ser autorizados para funcionar. Si son administrados por un prestador de servicios financieros se conceptúa simplemente como la prestación de un servicio financiero, sujeto a reglas y obligaciones menos exigentes que para una empresa de mercado. En este caso, la autorización la emite la ACPR (Autoridad de Control Prudencial y de Resolución), previo visto bueno de la AMF. Si el sistema multilateral de negociación es administrado por una empresa de mercado, la autorización para funcionar la concede la AMF, previo visto bueno de la ACPR.

Los sistemas multilaterales de negociación se focalizan en el mercado secundario de títulos, mientras que los mercados reglamentados contienen también el mercado primario.

Las relaciones entre el administrador del sistema multilateral y las empresas emisoras de títulos son de naturaleza contractual. Normalmente se prevé la firma de un contrato de admisión o de adhesión entre las partes que incluye los mecanismos necesarios que le permiten al administrador asegurarse que el emisor cumpla con sus obligaciones.

Las reglas del mercado son elaboradas por el administrador. Deben ser transparentes y no discrecionales, y deben garantizar un procedimiento de negociación equitativo y ordenado. Deben también fijar criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes (Artículo L. 424-2, del Código Monetario y Financiero). El administrador debe tomar todas las disposiciones útiles para favorecer el desarrollo eficaz de las transacciones efectuadas en el mercado. Estas reglas, así como sus modificaciones, deben ser aprobadas por la AMF antes de su aplicación. En las reglas deben incluirse normas que permitan administrar potenciales conflictos de interés del administrador, especialmente cuando éste interviene por su propia cuenta en el sistema que administra.

Para permitir que las reglas del sistema constituyan un elemento esencial que

permita a éste competir eficazmente con los mercados reglamentados, deben tener también el objetivo de asegurar la transparencia en las transacciones. Sólo una información fácilmente accesible sobre las ofertas de compra o de venta permite orientar las órdenes hacia el mercado más atractivo (principio ya mencionado de la mejor ejecución de las órdenes). Existen reglas sobre transparencia en forma previa a la negociación y con posterioridad a ésta, similares a las establecidas para los mercados regulados.

Nótese que estas obligaciones de información existen sólo cuando los títulos negociados han sido admitidos a negociación en un mercado reglamentado. Cuando ello no es el caso, la AMF puede dispensar la publicación de dicha información o a diferirla en determinadas circunstancias<sup>284</sup>.

Las reglas del sistema deben prever las condiciones de admisión de sus miembros de manera transparente y en base a criterios objetivos. Asimismo, deben prever las normas sobre admisión de instrumentos financieros a negociación.

El administrador debe controlar que los miembros del sistema respeten las reglas y debe supervisar el buen desarrollo de las transacciones. Debe informar a la AMF de cualquier incumplimiento a sus reglas y de cualquier evento que pueda perturbar el orden del mercado y, en relación con títulos admitidos a negociación en un mercado reglamentado, debe informar cualquier comportamiento potencialmente generador de abuso en el mercado. Si se trata de un sistema multilateral de negociación organizado<sup>285</sup>, su administrador debe garantizar el control sobre la totalidad de las transacciones en él

---

<sup>284</sup> Es lo que hacen los artículos 522-3 y 522-4, del Reglamento General de la AMF.

<sup>285</sup> El Reglamento General de la AMF prevé la existencia de sistemas multilaterales de negociación organizados. Se trata de una categoría muy próxima a la de mercado reglamentado. Es el caso de sistemas que se someten a las disposiciones relativas a abuso de mercado (previstas en el mismo Reglamento) y a las de oferta pública obligatoria, con ciertas limitaciones. Sus reglas deben prever también mecanismos en caso de toma de control por parte de emisoras cuyos títulos cotizan en ese mercado. Ejemplos de sistemas multilaterales de negociación organizados son Euronext Growth, Euronext Growth (mercado de NYSE-Euronext para empresas medianas), BondMatch (mercado de NYSE-Euronext para títulos de crédito), Galaxy (que también negocia en títulos de crédito) y Euronext Access, mercado de NYSE-Euronext creado para pequeñas y medianas empresas que desean negociar sus acciones (aquí las transacciones son bilaterales). Es un mercado con reglas más flexibles para las emisoras).

realizadas.

(C) Los sistemas organizados de negociación.

Estos sistemas, denominados en inglés *Organised Trading Facilities* (OTF), fueron creados por la Directiva MiFID II. El propósito de la norma mencionada fue inicialmente regular las denominadas redes cruzadas (*crossing networks*) para someterlas a los mismos deberes de transparencia pre-negociación que pesaban sobre los mercados reglamentados y los sistemas multilaterales de negociación. Se trata de sistemas de negociación internos simples estructurados en base a un sistema informático y desarrollados para el mercado de acciones mediante los cuales una empresa de inversión empareja internamente las órdenes de sus clientes en lugar de transmitirlos a una plataforma de negociación o de actuar como contraparte (lo que ocurre con los sistemas internos de negociación). La principal diferencia con los mercados reglamentados y con los sistemas multilaterales de negociación es que el operador goza de cierta discrecionalidad a la hora de decidir cómo se realiza la transacción. Están sometidos a obligaciones de protección de los inversores, normas de conducta y deber de mejor ejecución de órdenes. Se encuentran regulados en los artículos L. 425-1 a L. 425-10, del Código Monetario y Financiero.

(D) Los sistemas internos de negociación.

Además de los mercados más o menos organizados existe en Francia la posibilidad de negociar con instrumentos financieros de manera bilateral, sin necesidad de pasar por un mercado regulado u organizado. El Código Monetario y Financiero exige que la transacción se realice a través de un prestador de servicios financieros (es decir, en nuestra terminología, un agente de mercado), pero éste puede concretarla sin pasar por un mercado organizado. Si esto se realiza de manera esporádica queda fuera de toda regulación y control, aplicándose las leyes generales sobre contratos.

Cuando un prestador de servicios financieros, de manera organizada, frecuente y sistemática, negocia en instrumentos financieros por cuenta propia, ejecutando órdenes de sus clientes, fuera de un mercado reglamentado o de un sistema multilateral de negociación, queda sometido a las normas del Código Monetario y Financiero que los

denomina “*negociadores internos sistemáticos*”<sup>286</sup> (*internalisateurs systématiques*). Muchas instituciones financieras en Francia realizan esta actividad.

Admiten dos modalidades: que el prestador de servicios de inversión se limite a “calzar” órdenes de clientes de compra y venta, o que él mismo actúe como contraparte<sup>287</sup>.

El artículo 533-32, remite a la Directiva UE 2014/65 para determinar cuándo se está en presencia de un “negociador interno sistemático”. El operador del sistema debe informar su situación a la AMF en el momento en que comienza a actuar de esa manera en relación con un instrumento determinado. Igualmente debe informar cuando cesa en esa actividad sobre el instrumento informado previamente<sup>288</sup>.

El negociador puede seleccionar los clientes con los que trabaja, siempre de manera objetiva y no discriminatoria, conforme a reglas pre-establecidas en su política comercial.

En cuanto a las reglas de transparencia, el Reglamento de la AMF dispone, en su artículo L. 315-25 que el organismo de control puede dispensar al operador del sistema de sus obligaciones de información en determinados casos o diferir su presentación. Fuera de estos casos, el operador puede publicar las cotizaciones de los títulos negociados cuando un cliente los pida o él mismo lo haga voluntariamente (artículo 18, párrafo 1, del Reglamento UE 600/2014), siempre que el mercado de dichos títulos tenga determinadas condiciones de liquidez. Asimismo, deben informar al público al menos una vez al año los datos relativos a la calidad de ejecución de sus transacciones incluyendo precios, costos, etc. (artículo L. 533-33, del Código Monetario y Financiero).

Las transacciones deben ser informadas a la AMF.

#### 4.- Las cámaras compensadoras.

---

<sup>286</sup> Se denominan internos porque la transacción se resuelve internamente dentro de la estructura del prestador de servicios, sin pasar por un mercado organizado.

<sup>287</sup> Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 62.

<sup>288</sup> Artículo 315-24, del Reglamento General de la AMF.

En el mercado francés la compensación comprende, en general, la recepción y el registro de las operaciones individuales provenientes de los diferentes sistemas de negociación, el cálculo de las posiciones netas de los participantes, la gestión de mecanismos de control de riesgos y la transferencia de las órdenes netas hacia el sistema de liquidación y entrega de títulos<sup>289</sup>.

La compensación en general puede ser bilateral o multilateral. En el primer caso, dos contrapartes acuerdan operar con los saldos netos de sus operaciones recíprocas. En este caso, no actúa una cámara de compensación.

Cuando la compensación es multilateral, se necesita la intervención de un tercero, una cámara de compensación, que calcula la posición neta de cada participante, compensando el conjunto de las operaciones, sin distinción de contrapartes.

Además, la cámara puede actuar bajo el sistema denominado de contrapartida central o de centralización de partes, en el que la cámara no sólo calcula la posición neta de cada participante, sino que además se substituye jurídicamente, por novación, al vendedor y al comprador iniciales y garantiza la buena conclusión de la transacción. Algunas cámaras de compensación no utilizan el sistema de contrapartida central, sino que simplemente garantizan las operaciones y administran mecanismos de control de riesgos asociados. En todos los casos, la cámara dispone de mecanismos de gestión de riesgos, como la supervisión de los participantes, la evaluación de los precios del mercado sobre la posición de sus miembros, el recurso al depósito de garantía y la constitución y gestión de un fondo mutual de compensación<sup>290</sup>.

Este sistema de compensación, también llamado de *clearing*, tiene como objetivo controlar los riesgos, amortiguando los incumplimientos de los participantes individuales y absorbiendo las eventuales pérdidas financieras. Este rol es esencial para el buen funcionamiento de los mercados. En el momento de la compensación, los compradores deben disponer realmente de los medios financieros para pagar los instrumentos adquiridos y los vendedores deben realmente disponer de esos instrumentos. Es así que,

---

<sup>289</sup> Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, págs. 282 y ss.

<sup>290</sup> Ídem, pág. 282.



generalmente, cuando las cámaras actúan como contraparte central, exigen a sus miembros el depósito de garantías para cubrir fluctuaciones potenciales del mercado en relación con posiciones abiertas o transacciones no cumplidas. Por otro lado, si las posiciones se valúan a los precios de mercado una o más veces por jornada, la contraparte central debe estar en condiciones de exigir garantías suplementarias para manejar cualquier cambio que afecte el valor neto de las posiciones desde la última valuación. Así, las contrapartes centrales frecuentemente disponen de procedimientos para el tratamiento de incumplimientos por parte de los miembros del sistema. Desde este punto de vista, las contrapartes centrales teóricamente exigen a sus miembros contribuir a fondos de compensación constituidos en especie o en títulos líquidos en función del volumen de la actividad de cada participante. Estos fondos se suelen completar con pólizas de seguro u otros apoyos financieros<sup>291</sup>.

Las cámaras de compensación ocupan un lugar de intermediación entre, por un lado, la negociación de instrumentos financieros y, por el otro, la conclusión de las transacciones entre compradores y vendedores.

Según el artículo L 211-36-1, del Código Monetario y Financiero, los débitos y créditos emergentes de operaciones sobre instrumentos financieros en el mercado son siempre compensables entre las partes involucradas, pudiendo dichas partes prever el establecimiento de un saldo único. Esta modalidad es oponible a terceros. El origen de esta norma se encuentra en la preocupación de los bancos y de las autoridades del mercado de asegurar la legalidad y la eficacia de la compensación de las operaciones. Esta compensación incluye, pero va más allá, de la compensación en el sentido civil del término, pues engloba igualmente diversos mecanismos jurídicos que permiten la determinación de un saldo neto de los créditos recíprocos relativos a un conjunto de operaciones financieras entre dos o más partes. El cálculo de una posición neta para un conjunto de operaciones, por fecha de vencimiento, permite reducir el número de pagos interbancarios y el volumen de los compromisos recíprocos<sup>292</sup>.

A partir de las crisis financieras ocurridas, especialmente en 2008/2010, el

---

<sup>291</sup> Ídem, pág. 283.

<sup>292</sup> Ídem, pág. 285.

Parlamento y el Consejo de la Unión Europea sancionaron el 4 de julio de 2012, el Reglamento 648/2012 sobre productos derivados, contrapartidas centrales y referentes centrales. Esta norma fue adoptada internamente por Francia mediante la ley 672-2013, del 26 de julio de 2013, que modificó el Código Monetario y Financiero. El artículo 2, del Reglamento define a la entidad de contrapartida central como:

*“... una persona jurídica que intermedia entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador.”*

El Reglamento regula la intervención de la cámara de compensación a través de la figura de la interposición jurídica en un contrato preexistente, en el que sustituye a los compradores y vendedores. El recurso a esta figura permite justificar dos mecanismos: por un lado, la compensación de compromisos, que devienen recíprocos a partir del registro de la operación, y, por el otro, en los mercados organizados, la posibilidad para quien emite la orden de compra o venta de desligarse de la operación unilateralmente, sin acuerdo de la contraparte inicial<sup>293</sup>.

A partir de esta normativa, todas las cámaras de compensación en Francia (y en el resto de los países de la Unión Europea) adoptan el rol de contraparte central no sólo para los mercados de títulos, sino también para los de la mayoría de los productos derivados, incluyendo tasas de interés y *swaps*. En Francia, la única entidad autorizada para operar como cámara de compensación es LCH Clearnet S.A., empresa privada resultante de la fusión, en 2003, de la London Clearing House y Clearnet S.A.

Son funciones principales de LCH Clearnet S.A. registrar las operaciones, supervisar las posiciones abiertas de sus adherentes, calcular los riesgos involucrados en las operaciones y en el sistema, cubrir los riesgos cuando sea necesario, garantizar la buena conclusión de las operaciones en calidad de contraparte central, administrar los procedimientos aplicables en caso de incumplimientos y transmitir las instrucciones de ejecución de las operaciones.

La AMF participa de la supervisión de LCH Clearnet S.A., junto con la ACPR y

---

<sup>293</sup> Ídem, pág. 286.

el Banco de Francia. La cámara de compensación debe ser autorizada a funcionar por la ACPR, previa consulta con la AMF y el Banco de Francia (artículo L 440-1, del Código Monetario y Financiero)<sup>294</sup>. Las normas de funcionamiento de la cámara deben ser aprobadas por la AMF.

Pueden ser adherentes a una cámara de compensación los establecimientos de crédito y las empresas de inversión; las personas jurídicas cuyos miembros sean establecimientos de crédito o empresas de inversión y sean solidariamente responsables de sus obligaciones; las personas jurídicas cuyo objeto sea la compensación de instrumentos financieros; y los organismos financieros internacionales y públicos, así como aquellas empresas controladas que operen con garantía de un estado y los bancos centrales (artículo L 440-2, del Código).

Cada cámara de compensación determina las obligaciones de sus adherentes en relación con los fondos propios mínimos que deben acreditar y las garantías que deben aportar. Periódicamente deben suministrar a la cámara información sobre sus estados contables y la vigencia de las garantías suministradas.

(A) Garantía de las operaciones.

Como contrapartida del cumplimiento de sus propias obligaciones, la cámara de compensación garantiza a sus adherentes el buen fin de las transacciones registradas a su nombre. Si el estado del mercado o de un instrumento financiero no permite efectuar la entrega de los títulos correspondientes, la cámara puede decidir compensar pecuniariamente la obligación de entrega o bien sustituirla por otro instrumento financiero. Por otro lado, la cámara, mediante el pago de una comisión, puede ofrecer garantías de buen fin, individualmente e indirectamente, a uno o más emisores de órdenes o miembros negociadores no adherentes<sup>295</sup>.

Asimismo, para garantizar los pagos y las entregas de títulos, la cámara exige a sus adherentes depósitos de garantía, que varían según las obligaciones comprometidas y

---

<sup>294</sup> En ciertos casos, la ACPR puede exigir que la cámara sea autorizada a funcionar por el Banco Central Europeo.

<sup>295</sup> Ídem, pág. 292.

son ajustados diariamente antes de la apertura de cada sesión de negociación. Este ajuste se hace manteniendo el depósito de garantía en una suma igual a la diferencia positiva entre la suma del depósito calculada a una determinada fecha y la suma del depósito constituido el día bursátil precedente. Cuando esta diferencia es negativa, la cámara procede a revertir la diferencia.

La garantía proporcionada por el adherente cumple dos funciones:

- cubre la variación del valor de las posiciones abiertas en caso de evolución desfavorable del mercado (riesgo de liquidación); y
- cubre también las variaciones pasadas (riesgo de negociación). Este riesgo es asumido por la cámara mientras que las posiciones abiertas no sean liquidadas.

De esta manera, la cobertura presenta dos aspectos. En primer lugar, es un depósito mínimo previo. El emisor de órdenes bursátiles<sup>296</sup> debe bloquear un monto mínimo de sus operaciones a término. Incluye, además de este depósito mínimo, un componente variable, llamado margen, que se agrega al depósito o se deduce de él siguiendo la evolución diaria de la operación. Estas sumas y estos títulos son propiedad del intermediario y se contabilizan de manera separada. Esto significa que, si el agente entra en concurso preventivo, el depósito no pasa a formar parte de la masa concursal, sino que se reenvía a otro establecimiento de crédito, siempre a nombre del cliente.

El margen de garantía es exigido por los intermediarios a sus clientes. En caso de incumplimiento por parte del cliente de esta obligación frente a su agente, la práctica bursátil ha creado una sanción civil particular diferente de la nulidad de la operación que es la liquidación de oficio, lo que significa que el intermediario cumple la operación inicial y realiza una operación en sentido contrario para compensar las operaciones y hacer aparecer una pérdida neta. Se trata de un mecanismo simple y eficaz que permite limitar tanto el riesgo profesional, como el riesgo cliente<sup>297</sup>.

---

<sup>296</sup> En este caso, el cliente del intermediario, sobre quien, en definitiva, pesa la obligación de proporcionar la cobertura.

<sup>297</sup> Ídem, pág. 293.

(B) El sistema de liquidación de operaciones.

Francia ha adoptado en todo su territorio la desmaterialización completa de sus títulos mobiliarios. Por otro lado, con excepción de las partes de sociedades civiles de colocación inmobiliaria y de las partes de sociedades de ahorro forestal, todos los títulos financieros son negociables en Francia<sup>298</sup>. De manera que, en la práctica, los activos financieros son negociables y transferibles mediante una simple inscripción en una cuenta, lo que resulta conveniente para los mercados dada su agilidad y sencillez.

En virtud de la desmaterialización, los títulos financieros (cualquiera sea su emisor y su forma, nominativos o al portador) no están representados en papel, sino en cuentas llevadas por la persona jurídica emisora (si se trata de títulos nominativos) o por intermediarios financieros habilitados (en el caso de títulos al portador). En el caso de los títulos nominativos, la sociedad emisora puede optar por que las cuentas sean llevadas por un mandatario, lo que debe publicarse en el Boletín de Anuncios Legales Obligatorios (BALO<sup>299</sup>). Los títulos nominativos pueden ser nominativos puros, en el caso en que el propietario del título sólo sea conocido por la emisora o su mandatario; o nominativos administrados, cuando todo lo relativo al título sea a su vez gestionado por un tercero.

En el caso de los títulos al portador, las cuentas deben ser llevadas por un intermediario financiero habilitado por el ministerio de economía. En Francia la entidad autorizada como depositaria central y gestora de sistemas de liquidación de operaciones es Euroclear France<sup>300</sup>. Esta empresa abre cuentas corrientes a nombre de las sociedades emisoras de títulos, los que pueden ser no sólo al portador, si no también nominativos. En

---

<sup>298</sup> Artículo L 211-14, del Código Monetario y Financiero.

<sup>299</sup> El BALO es una publicación efectuada por la Dirección de Información Legal y Administrativa, dependiente del primer ministro francés, distinta del Boletín Oficial (*Journal Officiel*), en la que se incluye información de las sociedades emisoras, tales como estados contables, operaciones financieras y convocatorias a asambleas generales. Desde 2005 la publicación es exclusivamente electrónica.

<sup>300</sup> Dicho depositario era originalmente la Sociedad Interprofesional para la Compensación de los Valores Mobiliarios (S.I.C.O.V.A.M.), la que fue adquirida en el año 2001 por el grupo Euroclear, empresa privada especializada en el área con sede en Bélgica. En octubre de 2017, Intercontinental Exchange, Inc., una empresa americana propietaria del Grupo NYSE-Euronext, anunció la adquisición de un porcentaje del capital social de Euroclear.

este último caso, los valores son registrados a nombre de Euroclear que actúa entonces como mandatario de los propietarios.

Concretamente, en el caso de los mercados financieros, la liquidación de una operación implica la entrega de los valores al adquirente y la transferencia de fondos al vendedor. El tratamiento de las órdenes de transferencia por parte de un sistema de transferencia de títulos y de fondos comprende diversas fases en el curso de las cuales los derechos y obligaciones del comprador y del vendedor varían sensiblemente según que la orden sea revocable o irrevocable. En el primer caso, la orden puede ser retirada por quien la emitiera. En el segundo caso, la orden es definitiva e incondicional, de ahí que la obligación correspondiente se tenga por extinguida. La transferencia definitiva de un título por parte del vendedor al adquirente constituye la entrega de dicho título. La transferencia definitiva de fondos por parte del adquirente al vendedor constituye el pago. El proceso de liquidación de la operación concluye cuando las entregas y los pagos han tenido lugar. El sistema de liquidación de instrumentos financieros tiene como función principal asegurar la administración y tratamiento de las instrucciones de los participantes en el sistema para, por un lado, concretar la entrega de los títulos y, por el otro, el pago correspondiente. Este mecanismo centralizado normalmente hace desaparecer el riesgo de incumplimiento puesto que ya no hay posibilidad de que los títulos puedan ser entregados sin que haya un pago y viceversa.

Euroclear France está bajo la supervisión de la AMF. En tanto que depositario central de títulos, Euroclear registra en una cuenta específica los títulos financieros que componen cada emisión autorizada. Asimismo, abre cuentas a los intermediarios financieros que tienen en custodia esos títulos. Gracias a este doble registro, Euroclear puede verificar que la cantidad de títulos en circulación registradas en las cuentas de los prestadores de servicios financieros, adherentes del depositario, equivale permanentemente a la cantidad de títulos emitidos por la sociedad en cuestión. De esta manera, se garantiza que no se produzca la creación o desaparición de títulos financieros en el marco de las operaciones<sup>301</sup>.

Por otro lado, en tanto que administrador del sistema de liquidación de

---

<sup>301</sup> Ídem, pág. 299.

operaciones, Euroclear debe tomar las medidas necesarias para el ejercicio de los derechos contenidos en los títulos, permitiendo además a las sociedades emisoras identificar a los accionistas en un momento dado y de manera continua. Las instrucciones que ingresan al sistema de liquidación se benefician de un sistema que prevalece por encima de las normas sobre procedimientos concursales pues, cumplidas ciertas condiciones, dichas instrucciones no pueden ser anuladas en caso de concurso preventivo o quiebra. Esto permite garantizar que las operaciones no sean cuestionadas y participa en la disminución del riesgo sistémico.

#### 5.- Los prestadores de servicios financieros.

La noción de prestador de servicios financieros se estructura alrededor de lo que se entiende por servicios financieros, los que comprenden, en general, el conjunto de operaciones que pueden ser ejecutadas respecto de instrumentos financieros.

El Código Monetario y Financiero<sup>302</sup> distingue entre servicios financieros propiamente dichos y servicios conexos. Entre los primeros se encuentran la recepción, transmisión y ejecución de órdenes por cuenta de terceros<sup>303</sup>, la negociación por cuenta propia<sup>304</sup>, la colocación de títulos<sup>305</sup>, la suscripción en firme de títulos, la gestión de

---

<sup>302</sup> Artículos L 321-1 y L. 321-2.

<sup>303</sup> Una orden es un mandato dado a alguien para comprar o vender valores mobiliarios. Necesariamente debe ser canalizada a través de un prestador de servicios financieros (PSI), quien la retransmite sin modificarla. La relación entre el emisor de la orden y el PSI puede ser la de un contrato de comisión, si el PSI actúa en nombre propio, pero por cuenta ajena, o la de un mandato, si éste actúa en nombre y por cuenta ajena. El intermediario (agente en la terminología de nuestro país) introduce la orden en el mercado financiero.

<sup>304</sup> En la negociación por cuenta propia, el PSI compra o vende títulos para sí mismo y no para sus clientes. Negocia comprometiendo su propio capital. Esta actividad constituye un servicio de inversión en el sentido del artículo L 321-1, del Código Monetario y Financiero, sólo cuando es realizada por el intermediario fuera de sus operaciones corrientes o sus tomas de posición. Son los llamados *dealers* que muchas veces son considerados como especuladores que buscan realizar ganancias entre las operaciones (arbitraje). Cumplen una función importante cuando actúan para dar liquidez a un mercado (*market makers*). Pueden hacerlo de acuerdo con la entidad en la que se negocia el título o con la sociedad emisora (contrato de liquidez).

<sup>305</sup> En este caso el intermediario se encarga de colocar el título en el mercado, generalmente en el

carteras de inversión por cuenta de terceros<sup>306</sup>, el asesoramiento en inversiones<sup>307</sup>, y la gestión de sistemas multilaterales de negociación o de sistemas organizados de negociación.

Entre los servicios conexos la ley menciona (artículo L 321-2, del Código Monetario y Financiero): la administración de cuentas de títulos financieros por cuenta de terceros, la gestión de créditos frente a las entidades financieras, el asesoramiento corporativo (estructuras societarias, estrategias comerciales, políticas de mercado, etc.), la investigación y análisis financiero en general<sup>308</sup>, servicios de cambio de monedas, y la calificación de riesgos

---

marco de una oferta pública inicial. La colocación puede ser simple cuando el prestador se compromete sólo a poner todos los medios a su alcance para el éxito de la colocación. La colocación puede ser garantizada cuando el agente se compromete a poner todos los medios posibles para la colocación de la mayor cantidad de títulos, pero se obliga a suscribir los que no sean colocados. La doctrina francesa considera en este caso que existe una obligación de resultado (cfr. Merville, Anne-Dominique, “*Droit ...*”, pág.154).

<sup>306</sup> El prestador se compromete a administrar una cartera de títulos por cuenta de un cliente, respetando los objetivos que se le hayan asignado. La gestión puede ser individual (la o las carteras de cada cliente se administran de manera autónoma) o colectiva.

<sup>307</sup> En este caso, la ley exige brindar al cliente, de manera previa a cualquier transacción, toda la información necesaria para que éste comprenda los servicios y productos propuestos por el asesor, así como los riesgos asociados. En el cumplimiento de este deber, el prestador debe, a su vez, recabar información sobre el cliente (su nivel de conocimientos, su experiencia en materia de inversiones, su situación financiera y sus objetivos de inversión). De lo contrario, debe abstenerse de brindar asesoramiento. El mero análisis general de los mercados, aún a requerimiento de un cliente, no constituye un asesoramiento en inversión, excepto cuando se refiere a un título o a una operación determinada. Se trata, como se ve, de una delgada línea la que divide ambos campos, de ahí que la reglamentación exija a las empresas de prestación de servicios de inversión la puesta en vigor de procedimientos internos para asegurarse que sus analistas no crucen el campo y se embarquen en un asesoramiento en inversión sin cumplir las normas correspondientes.

<sup>308</sup> La reglamentación establece las condiciones para que estos análisis no deriven en mera publicidad o en recomendaciones de inversión para un cliente determinado (asesoramiento en inversión) y para asegurar que el análisis sea objetivo y no existan conflictos de intereses (por ejemplo, restringiendo al máximo la posibilidad de que los analistas que intervienen en la investigación operen por su cuenta en los títulos objeto del análisis).



Sólo pueden prestar los servicios financieros propiamente dichos antes mencionados las empresas de inversión y los establecimientos de crédito, para lo cual necesitan la aprobación de la entidad de supervisión correspondiente (la ACPR, para la mayoría, y la AMF para las sociedades de administración de cartera).

La prestación de los servicios conexos antes descriptos es, en principio, libre, siempre que se respeten las normas aplicables a cada uno de ellos.

Algunos entes no necesitan la aprobación previa para prestar servicios de inversión, siempre que lo hagan conforme a las normas que los regulan<sup>309</sup>.

Fuera de los casos contemplados, se encuentra prohibida la prestación a terceros de servicios de inversión a título de profesión habitual<sup>310</sup>. También se encuentra prohibida la utilización de denominaciones sociales o comerciales o publicidad que induzcan a creer en la existencia de una empresa de inversión autorizada<sup>311</sup>.

Para otorgar una autorización como prestador de servicios financieros, la ACPR verifica, entre otras cosas, que la entidad solicitante cumpla con requisitos de capital mínimo, de idoneidad de sus miembros o empleados, que disponga de un programa de actividades para cada servicio y que adhiera a un mecanismo de garantía de títulos. Todo ello para garantizar una gestión sana y prudente de la empresa de inversión. Estos requisitos deben cumplirse en todo momento. La modificación de los mismos debe ser notificada a la autoridad de control.

El retiro de la autorización puede ser realizado como sanción disciplinaria.

Una empresa de inversión autorizada a funcionar como tal y teniendo su sede social en Francia puede ejercer sus actividades en el territorio de uno o más estados miembros de la Unión Europea o parte del Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo, siempre que cumplan ciertos requisitos y sujeto a que la ACPR haya informado a la autoridad competente del estado en que desarrollará sus actividades la empresa. A la

---

<sup>309</sup> Artículo L 531-2, del Código Monetario y Financiero.

<sup>310</sup> Artículo L 531-10, del Código Monetario y Financiero.

<sup>311</sup> Ídem, artículo L 531-11.

inversa, una empresa de servicios de inversión autorizada en otro estado miembro de la Unión o parte del Acuerdo antes mencionado puede ejercer sus actividades en Francia, siempre previa notificación a la ACPR. Estas actividades pueden ser ejercidas según dos modalidades: como libre prestación de servicios (la empresa presta sus servicios desde Francia) o como libre establecimiento (mediante el establecimiento de una sucursal).

(A) Obligaciones.

La actividad de los prestadores de servicios de inversión puede calificarse como monopólica en varios sentidos. En primer lugar, el uso de esa denominación se encuentra protegido, como se vio. Por otro lado, los servicios de inversión propiamente dichos ya comentados, brindados de forma habitual en beneficio de terceros, sólo pueden ser realizados por empresas de inversión autorizadas<sup>312</sup>. Por fin, existe otro monopolio que beneficia a estos prestadores de servicios: la intermediación en instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado reglamentado sólo puede ser realizada por una empresa de inversión autorizada. De ahí que existan numerosas obligaciones que la ley pone en cabeza de estos sujetos.

(i) Obligaciones derivadas de la condición de prestador de servicios de inversión.

- Obligaciones financieras y contables: Tienen como fin asegurar la estabilidad financiera de los prestadores, su liquidez y solvencia y el equilibrio de su estructura financiera. Las normas en este sentido tienen como fin garantizar que los riesgos asumidos (de mercado, de incumplimiento de clientes) por los intermediarios sean suficientemente cubiertos por fondos propios y, a la vez, debidamente diversificados. De esta manera, se exige alcanzar determinadas ratios, de conformidad especialmente con las normas del Acuerdo III de Basilea;

- Obligaciones de buena conducta: Estas normas buscan garantizar la protección de los inversores y la regularidad de las operaciones y pueden tener su fuente en la ley, la AMF o, incluso, en las normas profesionales o deontológicas. En este sentido, el artículo L 533-1, del Código Monetario y Financiero, establece que los prestadores de servicios

---

<sup>312</sup> Excepcionalmente, pueden realizarse actividades calificadas como servicios de inversión de manera ocasional y por cuenta propia sin la intermediación de una empresa de inversión.

de inversión deben actuar de una manera honesta, leal y profesional que favorezca la integridad del mercado. Asimismo, el artículo L 533-11, del mismo cuerpo legal, dispone que su actuación debe servir al mejor interés de sus clientes. En caso de conflicto entre la integridad del mercado y el interés del cliente, debe primar éste<sup>313</sup>. Por su parte, el artículo 314-3, del Reglamento General de la AMF, establece que el prestador de servicios de inversión debe actuar también con la competencia, el cuidado y la diligencia que se imponen a fin de servir mejor los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

Estos principios tienen consecuencias importantes especialmente en relación con el conocimiento del cliente y la necesidad de encontrar las soluciones más adaptadas a sus necesidades. Así, los prestadores de servicios de inversión tienen la obligación de informarse de la situación financiera de su cliente, de su experiencia en materia de inversión y de sus objetivos al contratar los servicios. Concretamente, todas las informaciones, incluyendo las comunicaciones de carácter comercial, dirigidas a clientes, potenciales o no, deben presentar un contenido exacto, claro y no engañoso<sup>314</sup>. Estas informaciones deben permitir al cliente comprender la naturaleza de los riesgos inherentes a la operación. Ello conduce, lógicamente, a clasificar a los clientes en profesionales y no profesionales o en clientes que tengan o no conocimiento del funcionamiento de los mercados. Asimismo, para proteger la primacía del interés del cliente, el prestador de servicios debe asegurarse que los productos financieros que le hace suscribir a aquél son conformes a sus necesidades y no exceden eventualmente los riesgos que puede asumir. Esto deriva, para los productos destinados al ahorro, en el deber de consejo y, para otros productos, en el deber de advertencia. En definitiva, se trata de alcanzar un delicado equilibrio entre las necesidades comerciales del prestador y los intereses de su cliente<sup>315</sup>;

---

<sup>313</sup> Artículo 314-3, del Reglamento General de la AMF.

<sup>314</sup> Artículo 533-12, del Código Monetario y Financiero.

<sup>315</sup> Una decisión de la Comisión de Sanciones de la AMF ilustra bien este principio. En ese caso, se aplicaron sanciones por haber violado su deber de lealtad y de respeto a los intereses del cliente a un intermediario que renegó al alza con el director financiero de la sociedad adquirente una venta cuyo precio había establecido dos horas antes. Esta reevaluación del precio operada de esta manera en perjuicio de la parte vendedora tuvo por efecto incrementar el margen del intermediario y, como consecuencia, el

Las normas de buena conducta también buscan asegurar que los intermediarios eviten los conflictos de intereses y, cuando éstos no pueden ser evitados, garantizar que los clientes sean tratados de manera equitativa. Estos conflictos pueden ocurrir tanto entre el prestador y sus clientes como entre dos o más clientes. La política de gestión de los conflictos de intereses del prestador debe consistir en primer lugar en la identificación de las situaciones que pueden generarlos, como así también en los procedimientos a seguir para su administración.

Los intermediarios tienen también el deber de proteger la información confidencial y privilegiada de sus clientes, mediante procedimientos que impidan la circulación indebida de dicha información entre clientes, las denominadas “murallas chinas” (*chinese walls*).

En este sentido, todo miembro de un consejo de administración o, según el caso, de un consejo de vigilancia y toda persona que participe en la dirección o la gestión de una empresa de inversión o que es empleada por ésta tiene el deber de guardar el secreto profesional. Fuera de los casos previstos en la ley, dicho secreto no puede ser opuesto ni a la ACPR, ni al Banco de Francia, ni a la justicia penal. Por otro lado, las empresas de inversión pueden comunicar informaciones cubiertas por el secreto profesional a las agencias de calificación a los fines de la calificación de productos financieros y a las personas con quienes negocian, concluyen o ejecutan operaciones cuando dicha información sea necesaria. Las personas que reciben esa información deben mantenerla en secreto sea que la operación se concluya o no. Si la operación se concluye, las personas que reciben esa información pueden transmitirlas a terceros en las mismas condiciones<sup>316</sup>.

- Obligaciones de organización: El Reglamento General de la AMF<sup>317</sup> exige a las empresas de servicios de inversión designar a una persona responsable de velar por el cumplimiento de sus obligaciones por parte de dicha empresa. Este responsable de

---

monto de la prima de participación por él percibida. Este aumento fue decidido mediante una conversación telefónica utilizando una línea no registrada entre los dos protagonistas que mantenían relaciones personales frecuentes (Merville, Anne-Dominique, “*Droit ...*”, págs. 172-173).

<sup>316</sup> Merville, Anne-Dominique, “*Droit ...*”, pág. 162.

<sup>317</sup> Artículos 312-1 y siguientes.

cumplimiento<sup>318</sup> reporta al consejo de administración de la sociedad o a su consejo de vigilancia. En las grandes empresas esta función merece todo un departamento especializado dentro de la estructura interna del ente, con numerosos empleados<sup>319</sup>.

- Obligación de adherir a un mecanismo de garantía de títulos: Este mecanismo de garantía está destinado a proteger a los inversores contra los riesgos ligados a la conservación de instrumentos financieros. Conforme al artículo L 322-1, del Código Monetario y Financiero, este mecanismo tiene como objetivo indemnizar a los inversores en caso de indisponibilidad de sus instrumentos financieros, así como de sus depósitos en especie cuando están relacionados con un servicio de inversión o con la compensación o conservación de esos instrumentos. La garantía está compuesta por los instrumentos financieros propiedad del inversor y por los fondos que le son debidos o que le pertenecen y que son detentados por su cuenta en el marco de la prestación de un servicio financiero<sup>320</sup>. El mecanismo de garantía de títulos puede actuar también de manera preventiva cuando la situación de un intermediario hace temer en el futuro cercano una indisponibilidad de los depósitos o títulos que ha recibido del público. La intervención de este fondo de garantía tiene lugar siempre a propuesta de la ACPR, previa opinión de la AMF. La intervención del mecanismo de garantía, cuando se trata de establecimientos bancarios, implica la eliminación de la entidad de la lista de prestadores de servicios de inversión autorizados. Sin embargo, la aplicación del mecanismo no implica que se desinteresen todos los acreedores del prestador, pues la indemnización es selectiva<sup>321</sup>. Cualquier saldo deudor puede eventualmente ser pagado en el marco de la liquidación judicial del intermediario.

---

<sup>318</sup> *Responsable de conformité*, en francés. *Compliance Officer*, en inglés.

<sup>319</sup> En las pequeñas empresas esta función puede delegarse en un prestador externo, aunque esta delegación no puede relevar a la empresa de su responsabilidad de asegurar la existencia de un dispositivo efectivo de control de cumplimiento (cfr. decisión de la AMF del 13-3-2013, “SG Securities”, citado en Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 176.

<sup>320</sup> *Ídem*, pág. 177.

<sup>321</sup> Ciertos títulos están excluidos y además la indemnización por inversor tiene un techo de 70.000 euros.

- Obligación relativa a la lucha contra el lavado de dinero: Originalmente basado en las convenciones internacionales, hoy la lucha contra el lavado de dinero proveniente de actividades delictivas está integrada en el Código Monetario y Financiero, artículos L 561-1 y siguientes. El sistema se basa en dos organismos públicos: Tracfin (*Traitement du renseignement et actions contre les circuits financiers clandestins*<sup>322</sup>), dependiente del Ministerio de Economía y Finanzas, y la OCRGDF (*Office central pour la répression de la grande delinquance financière*<sup>323</sup>), dependiente de la Policía Judicial; y en obligaciones de suministro de información y de vigilancia reforzadas a cargo de dichos organismos.

Las obligaciones de los prestadores de servicios de inversión en este sentido se dividen en obligaciones de vigilancia, en relación con sus clientes, y la obligación de formular denuncias en relación con operaciones financieras en las que intervengan.

En relación con la obligación de vigilancia, el artículo L 561-5, del Código Monetario y Financiero, establece que, antes de entrar en relación con un cliente, el prestador de servicios financieros debe identificar a dicho cliente y, en su caso, al beneficiario efectivo de la relación de negocios y verificar los elementos de identificación aportados<sup>324</sup>. Este proceso de conocimiento del cliente es la clave del sistema y lo que permite apreciar si las transacciones son coherentes con la actividad y los bienes de dicho cliente, pudiendo, en caso de incoherencias, dar lugar a una denuncia de actividad sospechosa.

Con respecto a las denuncias de operaciones sospechosas, deben hacerse de buena fe, es decir, que la sospecha debe estar fundada y documentada. Es, además, confidencial<sup>325</sup>. Tres categorías de operaciones pueden ser denunciadas: a) operaciones y

---

<sup>322</sup> Tratamiento de las informaciones y las acciones contra los circuitos financieros clandestinos.

<sup>323</sup> Oficina central para la represión de la gran delincuencia financiera.

<sup>324</sup> Es lo que en terminología anglosajona se denomina *know your customer* (KYC). Se debe verificar no sólo la identidad del cliente, sino también su profesión, patrimonio, si es residente o no del lugar en que se prestará el servicio, si ejerce funciones políticas y si ha realizado operaciones en el pasado.

<sup>325</sup> Se exceptúan de este deber de confidencialidad las autoridades de control, la autoridad judicial (con ciertos límites y en ciertos casos), las sociedades que pertenezcan al mismo grupo societario que el prestador denunciante, así como los profesionales pertenecientes a la misma estructura profesional de dicho

fondos que los prestadores sospechan que participan en el financiamiento del terrorismo o que provienen de cualquier delito sancionado con una pena de más de un año de prisión, especialmente el fraude fiscal; b) operaciones especialmente complejas o por montos inusualmente elevados o que no parezcan tener justificación económica o que tengan un propósito legal, pero en las que el prestador no haya podido determinar la identidad del beneficiario o información suficiente en relación con el origen y el destino de los fondos o el motivo económico; y c) cualquier operación en la que la identidad del beneficiario real no haya podido ser establecida. Estas denuncias se hacen al Tracfin. Efectuada una denuncia al Tracfin de buena fe, el intermediario se ve libre de toda responsabilidad civil, penal o profesional relativa a la operación denunciada<sup>326</sup>. Para incentivar las denuncias, la ley establece que el denunciante no podrá ser imputado por denuncia calumniosa o por violación del secreto profesional, si ha efectuado la denuncia de buena fe.

- Obligaciones de denunciar abusos de mercado: El 3 de julio de 2016 entró en vigor en Francia el Reglamento No. 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de la Unión Europea, sobre el abuso de mercado. Junto con diversos reglamentos delegados de la Comisión<sup>327</sup>, instaure nuevas reglas aplicables a emisoras de títulos y sus administradores y dirigentes, y a los prestadores de servicios de inversión con el fin de prevenir los abusos de mercado. En este sentido, el artículo 16, apartado 2, del mencionado Reglamento, establece que cualquier profesional que prepare o ejecute operaciones establecerá y mantendrá mecanismos, sistemas y procedimientos eficaces para detectar y notificar las órdenes y operaciones sospechosas de configurar un abuso de mercado<sup>328</sup>. Cuando el intermediario tenga sospechas fundadas de que una orden o una

---

prestador (bajo ciertas condiciones), y ciertos profesionales que participen en una operación en común (abogados y contadores del mismo cliente sospechado que participan en la misma transacción).

<sup>326</sup> Durante el año 2018, el Tracfin ha tramitado más de 1.718 declaraciones de operaciones sospechosas, que dieron lugar a más de 1.038 procesos de investigación (fuente: Tracfin, <https://www.economie.gouv.fr/rapport-tracfin-2019>).

<sup>327</sup> Reglamento Delegado UE 2016/522 de la Comisión; Reglamento Delegado UE 2016/908, de la Comisión, y Reglamento Delegado UE 2016/1052, de la Comisión.

<sup>328</sup> El Considerando 7) del Reglamento define el concepto de abuso de mercado como abarcador de conductas ilegales en los mercados financieros y, concretamente, como “... *la realización de operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de la misma y la manipulación de mercado. Tales*

operación podría constituir un abuso de mercado, deberá notificarlo de inmediato a la AMF<sup>329</sup>.

(ii) Obligaciones emergentes de la relación con el cliente.

Cuando el prestador de servicios de inversión interviene como intermediario financiero está ligado a su cliente (inversor o emisora) por una relación contractual. Este contrato se encuentra regido por el derecho financiero, pero también por las disposiciones del derecho común. Las obligaciones para el intermediario nacen mayormente del mandato que lo liga con el cliente. El derecho financiero agrega a los principios comunes de derecho civil, principios deontológicos. En este sentido, conforme al artículo 1.991, del Código Civil, el mandatario debe cumplir el objeto de su mandato y responde de los daños y perjuicios que podrían resultar de su inexecución. Por otro lado, el artículo 1.993, del mismo cuerpo legal, impone al mandatario la obligación de rendir cuentas de su gestión. Según la jurisprudencia y la doctrina francesas, de estos principios se derivan diversas obligaciones y deberes, entre ellos los de lealtad y diligencia<sup>330</sup>. Específicamente, el artículo L. 533-11, del Código Monetario y Financiero, ya mencionado, impone a los prestadores de servicios de inversión el deber de actuar de manera honesta, leal y profesional, sirviendo de la mejor manera los intereses de sus clientes. De ello se deriva que todo incumplimiento dañoso de una obligación contractual por parte del prestador de servicios frente a su cliente puede comprometer su responsabilidad civil conforme a las normas del Código Civil.<sup>331</sup>

---

*conductas impiden la plena y adecuada transparencia del mercado, que es una condición previa para la negociación por parte de los agentes económicos en unos mercados financieros integrados.*”, (traducción del autor).

<sup>329</sup> En el mercado suelen ser señales de un abuso de mercado la inversión de posiciones en un período muy corto, eventualmente asociadas a variaciones en las cotizaciones; la realización de operaciones que no conllevan un cambio de propietario o beneficiario de los instrumentos financieros; las operaciones destinadas a incrementar el valor de una posición sin aumento de la cantidad de títulos involucrados, entre otras (cfr. Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 182).

<sup>330</sup> Ídem, pág. 185.

<sup>331</sup> Para una revisión de las decisiones jurisprudenciales, ver casos citados por Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 186). Entre las conductas que originan responsabilidad pueden mencionarse las



- Obligaciones de información y de consejo a los clientes: Originalmente estos deberes fueron una creación de la jurisprudencia francesa. Hoy se encuentran consagrados en el Código Monetario y Financiero (artículos L. 533-12 y siguientes) y en el Reglamento General de la AMF (artículos 314-10 y siguientes). Su contenido varía según la naturaleza de la operación y el grado de calificación del cliente. Aunque pueda confundírseles, debe distinguirse el deber de información, del deber de consejo. El primero se refiere a las condiciones de la operación proyectada. Por su parte, el deber de consejo se refiere más bien a la oportunidad de la decisión de realizar o no la operación. La doctrina califica estos deberes como una obligación de medios, es decir, el prestador debe hacer todo lo posible por informar y aconsejar a su cliente, pero no garantiza que éste tome una decisión correcta. Es el cliente quien debe, en todo caso, demostrar que el intermediario no ha cumplido con su obligación<sup>332</sup>.

El artículo L. 533-12, del Código Monetario y Financiero, establece que los prestadores de servicios de inversión deben comunicar a sus clientes, especialmente a sus

---

siguientes: (a) el administrador de un portafolio de inversiones que no respeta su obligación de mantener informado a sus clientes de la evolución de dicho portafolio, especialmente en el marco de una crisis financiera, lo que conduce a privar a dichos clientes de una chance de adoptar las medidas necesarias para limitar sus pérdidas (Corte de Casación, Cámara Comercial, “Picque c. BNP Paribas”, 10-03-2009); y (b) el administrador de un portafolio que, al término de un mandato en el que se le exigía una gestión prudente, decide vender una parte de los títulos registrados en cuenta para cubrir liquidez con el fin de financiar operaciones a término en descubierto (Corte de Casación, Cámara Comercial, 31-03-2009, Sentencia No. 08-12597). Por otro lado, la teoría del álea financiera impide al día de hoy cualquier acción judicial fundada sólo en la baja de las cotizaciones de los títulos de un portafolio de inversión o del valor liquidativo de una sociedad de colocación colectiva de títulos. De todas maneras, y frente a las fluctuaciones jurisprudenciales, en ocasiones los clientes buscan comprometer la responsabilidad de los intermediarios mediante acciones judiciales de este tipo. Por su parte, los prestadores de servicios intentan limitar su responsabilidad mediante el uso de cláusulas contractuales. Sin embargo, tres sentencias de la Cámara de Apelaciones de París del 8 de abril de 2008 han rechazado la limitación de responsabilidad contractual, excepto si la ley lo autoriza expresamente.

<sup>332</sup> La Cámara de Apelaciones de París decidió en una sentencia del 12 de marzo de 1991 que el cliente de un banco debe aportar la prueba de que determinada información debía serle suministrada y que ello no ocurrió. Precisó, además, que la extensión de la obligación de información del banco debe ser determinada en función de la calidad del cliente (Cámara de Apelaciones de París, 12-03-1991, No. 89/023306).

clientes potenciales, toda información que les permita comprender razonablemente la naturaleza del servicio de inversión a ser prestado y el tipo específico de instrumento financiero que se propone, así como los riesgos asociados, a fin de que los clientes estén en condiciones de tomar las decisiones de inversión en pleno conocimiento de causa.

El primer párrafo de dicha norma dispone que toda información que un prestador de servicios financieros comunique a sus clientes, incluyendo las de carácter promocional a clientes potenciales (que deben ser identificadas claramente como tales), deben presentar un contenido exacto, claro y no engañoso.

Los artículos siguientes precisan el contenido de la información: el prestador debe abstenerse en particular de poner el acento en las ventajas potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero, sin indicar, al mismo tiempo, correctamente y de manera visible, los eventuales riesgos asociados. La información debe ser suficiente y presentada de una manera que sea comprensible para un inversor promedio de la categoría a la que se dirija o a la que sea probable que llegue. No debe disfrazar, ni minimizar, ni ocultar elementos, declaraciones o advertencias importantes.

En definitiva, el sistema reposa sobre dos pilares: el conocimiento cabal del cliente que debe tener el prestador de servicios, para poder brindarle el servicio más acorde a su situación y requerimientos<sup>333</sup>; y el conocimiento cabal de la operación o instrumento financiero que se le proponen que debe tener el cliente a fin de poder tomar una decisión de inversión debidamente informada.

- La clasificación de los clientes: A partir de la entrada en vigencia de la Directiva MIF fue posible unificar las normas de conducta de los establecimientos de crédito y de los prestadores de servicios de inversión. El objetivo de esta unificación fue obtener una mayor y más armonizada protección de los clientes, lo que pasa fundamentalmente por una transmisión de información que permita a dichos clientes comprender los servicios y los instrumentos financieros que les son propuestos, los riesgos asociados y las condiciones de la prestación de los servicios. Como se dijo, parte esencial de esta protección es la identificación de las necesidades y de la situación financiera de los

---

<sup>333</sup> Es la obligación de “*profilage*” del cliente, es decir, de encuadrar correctamente el perfil del cliente.

clientes para poder ofrecerles un servicio adaptado y transparente. Así se clasifican los clientes en función de su experiencia o conocimiento de operaciones financieras y a partir de ello y de los tipos de productos financieros que se ofrecen (complejos o simples) los clientes se benefician de una asistencia más o menos importante. Los clientes particulares (*retail*, en terminología anglosajona) son considerados como más vulnerables que la clientela profesional (*wholesale*, en los países anglosajones).

También a partir de la clasificación de los clientes varían las obligaciones de información del prestador de servicios. Los clientes pueden ser clasificados en contrapartes elegibles, clientes profesionales o clientes no profesionales. Los primeros son los establecimientos de crédito (entidades bancarias), las empresas de inversión, las empresas de seguros y reaseguros, los organismos de colocación colectiva de títulos, los fondos de pensión, las grandes empresas, los organismos financieros internacionales públicos, el estado y los entes estatales. En estos casos, el prestador de servicios queda relevado de la mayoría de sus obligaciones de información, dado el carácter de su contraparte.

Por otro lado, conforme al artículo L. 533-16, del Código Monetario y Financiero, un cliente profesional es aquél que posee la experiencia, los conocimientos y la competencia necesarias para tomar sus propias decisiones de inversión y evaluar correctamente los riesgos corridos. Los clientes profesionales son, esencialmente, los mismos que pueden calificar como contrapartes elegibles, excepto que, en este caso, el cliente ha solicitado ser tratado con una mayor protección, en cuyo caso, las obligaciones de información serán mayores.

Finalmente, los clientes no profesionales son los que ameritan la mayor protección y generan, por lo tanto, mayores obligaciones de información de parte de los intermediarios.

Un cliente clasificado en una categoría de menor protección puede solicitar ser tratado como un cliente de una categoría con mayor protección, incluso como un cliente no profesional, aunque será una cuestión de interpretación judicial en qué casos una información debía o no ser suministrada según las características del cliente, independientemente de su categorización.

- El deber de advertencia: Una sentencia de la Cámara Comercial de la Corte de Casación, del 5 de noviembre de 1991, creó a cargo del intermediario financiero una obligación de información centrada en los riesgos corridos en el marco de operaciones especulativas<sup>334</sup>. Esta obligación fue conceptualizada como un deber de advertencia y en virtud de ella, el prestador debe informar al cliente sobre los riesgos que corre en el caso de operaciones especulativas, especialmente en los mercados a término. Con posterioridad al caso “Buon”, la jurisprudencia extendió el deber de advertencia no sólo a las operaciones en mercados a término, si no de manera más amplia a cualquier operación innovadora o que se refiera a productos financieros nuevos. Las decisiones judiciales definen a una operación como especulativa cuando involucra una compra o una reventa que tiene como objetivo realizar una ganancia a corto o mediano plazo. Sin embargo, los jueces franceses se niegan a extender el campo de obligación del deber de advertencia al conjunto de las operaciones bursátiles. De todas maneras, se entiende que este deber es permanente y se aplica durante toda la ejecución del contrato entre el prestador y su cliente. Asimismo, su extensión depende de la competencia y la experiencia del cliente, como así también de la complejidad de la operación y de los riesgos corridos<sup>335</sup>.

La jurisprudencia también ha perfilado las nociones de inversor avisado e inversor profano. El primero es aquél que, por su formación o su profesión está al corriente de la complejidad de las operaciones y de los riesgos posibles y que puede, por tanto, comprender el aspecto fuertemente aleatorio de ciertas operaciones. Entre el conjunto de indicios que pueden permitir descubrir al inversor avisado está el número de operaciones que haya realizado en el pasado y sus montos. En una sentencia del 14 de mayo de 2013, la Sala Comercial de la Corte de Casación francesa ha vuelto a poner un límite a este deber de advertencia al decidir que un prestador de servicios de inversión, en ausencia de operaciones especulativas, no carga con este deber. En el caso se trató de un cliente que instruyó al intermediario a que liquidara la totalidad de su portafolio de inversión. La Corte decidió que el mandatario no podía negarse a cumplir la orden y no tenía el deber de advertir a su cliente de los riesgos de una liquidación total. La sentencia entendió,

---

<sup>334</sup> En el caso “Buon”, fallado el 5/11/1991 por la Corte de Casación.

<sup>335</sup> Ver jurisprudencia citada en Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, págs.. 192 y 193.

además, que, al tomar esa decisión, el cliente mostró ser suficientemente avisado<sup>336</sup>.

#### 6.- Otros intermediarios financieros.

Además de los prestadores de servicios de inversión, existen otros intermediarios en los mercados financieros, tales como entidades que prestan el servicio de administración de títulos, las sociedades de gestión de organismos de colocación colectiva de títulos, los denominados agentes relacionados (*agents liés*)<sup>337</sup>, los consejeros en inversión y los simples vendedores (*démarcheurs*). A partir de octubre de 2010, todos estos intermediarios deben inscribirse en un registro único de intermediarios en seguros, banca y finanzas, llevado por el Organismo para el Registro de Intermediarios en Seguros (ORIAS), dependiente de la Dirección del Tesoro del estado francés. Este organismo verifica las condiciones relativas al acceso y al ejercicio de estas actividades.

Por otro lado, para reforzar la protección de los inversores, la legislación francesa regula las condiciones en que pueden venderse o distribuirse productos o servicios financieros fuera de un mercado regulado (el denominado “*démarchage*”). En este sentido, el artículo L. 341-1, del Código Monetario y Financiero, define este tipo de ventas como todo tipo de contacto con cualquier persona, física o jurídica, no solicitada por ésta, por cualquier medio que sea, con el fin de obtener su consentimiento para realizar una operación sobre instrumentos financieros o para suministrar un servicio de inversión, o para brindar consejos de inversión, entre otros. También se incluyen los ofrecimientos hechos a domicilio. Se encuentran excluidos los ofrecimientos que se hacen a inversores calificados o a las grandes empresas o las simples informaciones publicitarias.

Sólo pueden realizar estos ofrecimientos los establecimientos de crédito, las sociedades de financiamiento, el estado y sus entes, descentralizados o no, los establecimientos de moneda electrónica o de pago, las empresas de inversión, las

---

<sup>336</sup> Cfr. Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 194.

<sup>337</sup> Se trata de personas a quienes un prestador de servicios de inversión encarga la prestación de determinados servicios de inversión por cuenta de dicho prestador, especialmente la recepción y transmisión de órdenes bursátiles, la colocación de títulos, garantizada o no, o el asesoramiento en inversiones, así como la promoción de los servicios del prestador. Estos agentes no pueden recibir fondos o títulos de parte de los clientes de sus mandantes.

empresas de seguros, los fondos de pensión, las sociedades de capital de riesgo, las sociedades de gestión de organismos de colocación colectiva de títulos, los intermediarios de operaciones de banco o servicios de pago y los agentes relacionados. Estos sujetos pueden delegar en personas físicas los ofrecimientos. Deben cumplir determinadas condiciones de idoneidad y honorabilidad, tienen obligaciones de información frente al potencial cliente y de transparencia frente a su mandante. Sólo pueden actuar dentro de los límites de su mandato y no pueden, en principio, concluir contratos por cuenta de su mandante o recibir fondos. Las infracciones a sus deberes y obligaciones pueden comportar sanciones penales o disciplinarias/administrativas (por parte de la AMF o la ACPR), además de su responsabilidad civil (aunque frente al potencial cliente también es responsable el mandante). Los mandantes gozan de un derecho de retractación de las operaciones o servicios, sin consecuencia alguna y sin necesidad de expresar causa. Ciertos productos no pueden ofrecerse con esta modalidad, tales como los instrumentos financieros de alto riesgo<sup>338</sup>.

#### 7.- Las agencias de calificación de riesgo.

Estos sujetos del mercado de capitales, desde su aparición hacia mediados del siglo XIX, se han transformado en actores clave en los mercados de capitales pues permiten a los inversores medir el riesgo de una inversión, especialmente en el marco de mercados cada vez más globales que, paradójicamente, hacen difícil el tratamiento de la información existente. En algunos casos su utilización es incluso obligatoria, particularmente para los inversores institucionales. Sin embargo, se ha cuestionado mucho su rol en la crisis mundial de 2008 en adelante y las autoridades mundiales han tratado de reforzar la independencia y seriedad de las calificaciones efectuadas por estas empresas. En Europa, el Parlamento Europeo y el Consejo dictaron, en septiembre de 2009, el Reglamento 1060/2009, mediante el cual se exige a las agencias de calificación la independencia de toda influencia o restricción política y económica, que administren sus conflictos de intereses<sup>339</sup>, que sus analistas sean competentes y que los métodos y

---

<sup>338</sup> Merville, Anne-Dominique, "Droit...", págs. 210 y ss.

<sup>339</sup> Una de las críticas que recibieron por su rol en la crisis de 2008 fue que muchas agencias de calificación prestaban servicios de asesoramiento en estructuración de transacciones y luego calificaban los productos financieros resultantes. Aun cuando la agencia se limite a la calificación de títulos, lo normal es

modelos utilizados en los procesos de calificación sean públicos y diferenciados según el tipo de obligaciones (clásicas o estructuradas). Para lograr estos fines, el Reglamento impone a las agencias tener una organización interna determinada que permita prevenir los conflictos de intereses. El dictado de esta normativa europea también ha posibilitado a la AMF ejercer un control más estricto sobre estos sujetos. Yendo aún más allá, mediante la modificación del Reglamento en mayo de 2011 se transfirió el poder de supervisión de las agencias de calificación de las autoridades nacionales a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)<sup>340</sup>. La AEVM lleva el registro de las agencias de calificación de riesgo y goza de un poder de investigación y control y la facultad de sancionar a estos sujetos mediante la imposición de medidas de prohibición temporal de ejercer actividades, de la eliminación del registro y de multas. Existen así normas de conducta y deberes y obligaciones de las agencias de calificación para asegurar la independencia, transparencia y eficacia de sus valuaciones<sup>341</sup>.

#### 8.- Las emisoras.

Originalmente el estatuto de las sociedades que actuaban en los mercados de capitales se definía por el concepto de “apelación al ahorro público”. Las empresas que buscaban fondos del ahorro público pasaban a adquirir el estatus de sociedad emisora, conforme a las normas de los mercados de capitales, y comenzaban a tener una serie de derechos, obligaciones y deberes derivados de ese estatus. A partir de la Ordenanza No. 2009-80, del 22 de enero de 2009 (en consonancia con la Directiva europea 2003/71, de noviembre de 2003), se reemplazó la noción de sociedades que hacen “apelación al ahorro público” por la de “sociedades cuyos títulos han sido admitidos a negociación en un mercado reglamentado”. A partir de entonces, es la admisión de los títulos a negociación

---

que ese trabajo se haga por encargo de la empresa emisora, que es la que paga los honorarios correspondientes. De ahí que siempre exista la posibilidad latente de conflictos de intereses.

<sup>340</sup> De todas maneras, las autoridades nacionales (la AMF en el caso de Francia) conservan potestades de investigación sobre las agencias de calificación en casos de abuso de mercado (cfr. Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 209).

<sup>341</sup> El poder disciplinario de la AEVM se ha ejercido sin vacilar. En julio de 2016, la agencia Fitch fue sancionada con una multa de 1.380.000 euros por haber cometido una serie de violaciones al Reglamento europeo (Merville, Anne-Dominique, “*Droit...*”, pág. 210).

en un mercado lo que confiere el estatus de sociedad emisora. Esa autorización de admisión puede darse incluso sin una oferta pública concreta de títulos, al sólo efecto de acogerse al régimen de sociedades emisoras. De ahí que el concepto de título admitido a negociación y de oferta pública no sean coincidentes. Puede haber admisión a negociación, sin oferta pública y puede haber oferta pública sin admisión a negociación (cuando la oferta se hace en el mercado denominado “libre”, es decir, no reglamentado)<sup>342</sup>.

La admisión a negociación en un mercado reglamentado permite a los instrumentos financieros circular, es decir, ser negociados, y obliga a las emisoras a determinados deberes y obligaciones. Por su parte, la oferta pública de títulos con o sin admisión a negociación en un mercado, comporta de por sí el suministro de determinada información. Se tratarán ambas circunstancias por separado.

(A) Obligaciones derivadas del estatus de sociedad con títulos admitidos a negociación.

(i) Obligaciones de información.

La admisión de títulos a negociación en un mercado somete a las emisoras a deberes específicos en materia de información financiera. La información a proporcionar puede ser periódica o permanente. La primera puede ser anual, semestral o trimestral.

a) Informe financiero anual. De manera general, las emisoras deben publicar en el Boletín de Avisos Legales Obligatorios (BALO), dentro de los cuatro meses del cierre de su ejercicio y quince días antes de la asamblea general ordinaria de accionistas, ciertos documentos: los estados contables anuales, los estados contables anuales consolidados y el proyecto de afectación de resultados (repartición o afectación de sumas distribuibles que serán propuestas a la asamblea general). La información debe incluir una declaración de las personas físicas que asumen la responsabilidad de los documentos, concretamente, los administradores societarios, el presidente del consejo de administración y otros funcionarios de la empresa, y el informe de los síndicos. Asimismo, se debe adjuntar un

---

<sup>342</sup> El artículo L. 451-1-1, del Código Monetario y Financiero, define a las emisoras como toda persona cuyos títulos financieros han sido admitidos a negociación en un mercado reglamentado o cuyos títulos financieros, admitidos o no a negociación, están representados por certificados admitidos a negociación en un mercado reglamentado.



inventario de los valores mobiliarios tenidos en cartera al cierre del ejercicio<sup>343</sup>.

b) Informe financiero semestral. Dentro de los cuatro meses siguientes al primer semestre del ejercicio, las emisoras deben publicar en el BALO un informe sobre los volúmenes de negocios (ventas, etc.) y los resultados de la sociedad en el curso del semestre, describiendo su actividad en ese período, así como su evolución previsible durante el ejercicio y los acontecimientos importantes ocurridos en el semestre. También debe incluirse un estado consolidado de las cuentas del semestre, una declaración de las personas físicas que asumen la responsabilidad por la información publicada y el informe de los síndicos, que deben verificar la veracidad de dicha información.

c) Información trimestral. Dentro de los cuarenta y cinco días siguientes a cada trimestre del ejercicio, las emisoras deben publicar en el BALO el monto neto de la facturación de dicho período. Asimismo, las emisoras cuyos títulos han sido admitidos a negociación en un mercado reglamentado de un estado parte del Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo, deben publicar en dicho Boletín y depositar en la AMF la siguiente información dentro de los cuarenta y cinco días de la finalización del primer y segundo trimestres del ejercicio: una explicación de las operaciones y los acontecimientos importantes durante el período considerado y una explicación de su incidencia sobre la situación financiera de la emisora y sus controladas; una descripción general de la situación financiera y de los resultados de la emisora y sus controladas; y el monto neto por rama de actividad del volumen facturado en el trimestre y, en su caso, de cada uno de los trimestres precedentes del ejercicio en curso y del conjunto de dicho ejercicio, así como los volúmenes de facturación correspondientes al ejercicio precedente.

d) Información permanente. Existe, además, un deber de suministrar cierta información de manera permanente. Así, por ejemplo, el Reglamento General de la AMF establece que toda emisora debe, desde que le resulta posible, informar al público de cualquier información privilegiada<sup>344</sup>. Puede diferirse la publicación de esta información,

---

<sup>343</sup> A partir de los ejercicios que comienzan el 1 de enero de 2021, las emisoras que tengan títulos admitidos a cotización en un mercado regulado deben confeccionar sus estados contables anuales de conformidad con el modelo de formato electrónico único de información definido por el Reglamento Delegado de la Comisión Europea 2019/815.

<sup>344</sup> El artículo 7, primer párrafo, del Reglamento de la Unión Europea sobre abuso de mercado,

bajo responsabilidad de la emisora, con el fin de no afectar intereses legítimos, siempre que esta omisión no sea susceptible de inducir a error al público y que la emisora esté en condiciones de asegurar la confidencialidad de dicha información controlando el acceso a la misma.

Asimismo, se debe presentar un informe sobre el control interno, como ya se explicó al reseñar el régimen de las sociedades anónimas en Francia<sup>345</sup>.

(ii) Deberes de transparencia.

La normativa sobre mercados financieros en Francia exige la transparencia como una cualidad no sólo para las sociedades emisoras, sino también para los inversores. De esta manera, los accionistas deben informar a la sociedad emisora cada vez que su tenencia accionaria, directa o indirecta, traspasa o cae por debajo de determinados porcentajes de participación en el capital o en los derechos de voto<sup>346</sup>. Además de brindar

---

define la información privilegiada de la siguiente manera: una información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos. A su vez, el párrafo 2 de la norma mencionada establece que una información se considera de carácter concreto si se refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede esperar razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos derivados relacionados, de los contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión. Finalmente, el apartado 4 dispone que se entenderá como una información que, de hacerse pública, puede influir de manera apreciable en los precios de los instrumentos financieros, aquella que un inversor razonable utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión.

<sup>345</sup> El 14 de diciembre de 2022 se publicó la Directiva (UE) 2022/2464, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la información que deben brindar las empresas, cotizadas o no, relativa al impacto de sus actividades en el medio ambiente, los derechos humanos y el ámbito social, en línea con los objetivos de la Unión Europea sobre el clima. Se prevé que la Comisión Europea adopte normas delegadas durante el primer semestre de 2023, previéndose un cronograma de cumplimiento para las empresas a partir del 1 de enero de 2024.

<sup>346</sup> El párrafo I, del artículo L. 233-7, del Código de Comercio, establece esos porcentajes en 5%,

transparencia a la sociedad emisora, es una forma de cubrirse contra el riesgo de tomas de control hostiles. La información debe suministrarse dentro de los cinco días bursátiles siguientes al traspaso del porcentaje establecido.

Cuando se alcanzan ciertos de los porcentajes regulados (10%, 15%, 20% o 25%<sup>347</sup> del capital o de los derechos de voto), el inversor debe informar a la emisora y a la AMF sus intenciones u objetivos para los siguientes seis meses en materia de adquisición de acciones, toma de control o intención de designar miembros en los órganos sociales. Si en ese período el inversor cambia de objetivos o intenciones, debe comunicarlo también a la emisora y a la AMF.

La violación a estos deberes de información es sancionada con la pérdida de los derechos de voto del inversor respecto de los títulos que excedan el porcentaje que no fuera regularmente declarado por un plazo de dos años (artículo L. 233-14, del Código de Comercio). Esta sanción no puede evitarse aun cuando se informe regularmente el traspaso del porcentaje siguiente. La AMF puede también imponer multas<sup>348</sup>.

Los accionistas de sociedades cuyos títulos han sido admitidos a negociación en un mercado reglamentado, deben también informar a la sociedad emisora y a la AMF sobre la existencia de cualquier pacto o convención de accionistas que prevea condiciones preferenciales de cesión o adquisición de acciones y que impliquen al menos un 0,5% del capital o de los derechos de voto de la emisora dentro de los cinco días bursátiles

---

10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% y 95%. El estatuto de la sociedad puede prever porcentajes menores, lo que lleva a informar en más casos. Esta información debe ser suministrada también a la AMF, conforme su Reglamento General. Ciertos casos y títulos están excluidos del deber de información. La AMF pone esta información a disposición del público.

<sup>347</sup> Cuando se alcanza el umbral del 30% pueden ser aplicables las normas sobre oferta pública obligatoria. De todas maneras, subsiste una laguna informativa entre los porcentajes del 25% al 30% (cfr. Merville, Anne-Dominique, "*Droit...*", pág. 326).

<sup>348</sup> La constitucionalidad de esta sanción ha sido vivamente debatida en la doctrina y la jurisprudencia. Una decisión del Consejo Constitucional, del 28 de febrero de 2014 (Decisión 369-2013) declaró que la sanción no alcanzaba a tener el carácter de una pena en el sentido del artículo 8, de la Declaración de los Derechos del Hombre (que hubiera exigido su aplicación no automática a la sociedad emisora, si no por juez o autoridad competente).

siguientes a la firma del pacto o convención. La violación de este deber implica la invalidez de la cláusula o pacto no informado (artículo L. 233-11, primer párrafo, del Código de Comercio).

(iii) Deber de los directores de informar tenencias y operaciones.

Los miembros del consejo de administración, del directorio, del consejo de vigilancia, el director general, el director general único, el director general delegado, el gerente de cualquier sociedad emisora, toda persona que tenga el poder de tomar decisiones de gestión concernientes a la evolución y estrategia de una sociedad emisora y que tenga acceso regular a informaciones privilegiadas relativas, directa o indirectamente, a dicha emisora; y toda persona que tenga relaciones estrechas con cualquier persona antes mencionada, deben comunicar a dicha emisora y a la AMF (que lo hará público) cualquier operación efectuada por cuenta propia relativa a acciones o instrumentos de deuda de dicha emisora, instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos. Asimismo, estas personas deben informar a la emisora, al participante en un mercado de derechos de emisión y a la AMF toda operación ejecutada por cuenta propia relativa a esos derechos de emisión o instrumentos relacionados<sup>349</sup>.

(iv) Deberes en el caso de títulos admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación organizado.

Ciertas disposiciones que imponen cargas y deberes a las emisoras y a los mercados no son aplicables en el caso de un sistema multilateral de negociación organizado, aunque muchos de estos mercados se someten voluntariamente a esas normas<sup>350</sup>. De esta manera, por ejemplo, los porcentajes de tenencias accionarias que

---

<sup>349</sup> Artículo L. 621-18-2., del Código Monetario y Financiero, y artículo 19, del Reglamento 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo. El artículo 223-23, del Reglamento General de la AMF, excluye del deber de información las operaciones que no excedan de 20.000 euros por año. Naturalmente se excluyen también las operaciones con títulos que no tengan oferta pública.

<sup>350</sup> Tal el caso de Euronext Growth, que se somete a toda la normativa relativa a abusos de mercado.

deben informar los inversores es menos exigente (más del 50% y 95%, solamente<sup>351</sup>).

(B) Los deberes emergentes de la oferta de títulos al público.

El 21 de julio de 2019 entró en vigor el Reglamento de la Unión Europea 2017/1129, sobre el prospecto a emitir en caso de una oferta pública de valores mobiliarios en un mercado reglamentado. A diferencia de la Directiva 2003/71, a la que deroga, el reglamento tiene aplicación directa al derecho interno de los países miembros de la Unión. No solamente no necesita de una ley que disponga su aplicación interna, sino que excluye toda norma interna que sea incompatible con sus disposiciones. De ahí que las normas existentes en el Código Monetario y Financiero francés que implicaban una transposición de la anterior directiva quedaron derogadas de pleno derecho.

Una de las novedades importantes del nuevo Reglamento es la definición de oferta pública, que se encuentra sustancialmente expandida, llegando a abarcar incluso las ofertas privadas, lo que ha sido motivo de crítica por la doctrina<sup>352</sup>. En efecto, el sistema del Reglamento es establecer una definición amplia de oferta pública, aunque, a continuación, eximir de la presentación de un prospecto a las ofertas que tradicionalmente no se consideraban públicas<sup>353</sup>.

El Reglamento, versión consolidada a diciembre de 2019, establece en su artículo 2, apartado d), que se entenderá por oferta pública:

*“... una comunicación a personas, de cualquier forma y por cualquier medio, que presenta información suficiente sobre los términos de la oferta y los valores que se ofertan de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de dichos valores. Esta definición también será aplicable a la colocación de valores a través de*

---

<sup>351</sup> Artículo 223-15-1, del Reglamento General de la AMF.

<sup>352</sup> Pietrancosta, Alain, “8 conséquences pratiques de l’entrée en vigueur du Règlement Prospectus”, 25 de julio de 2019, publicado en <https://www.jdsupra.com/legalnews/8-consequences-pratiques-de-l-entree-en-81294/>.

<sup>353</sup> Esto ha sido motivo de crítica porque, más allá de la obligación de presentar un prospecto, el concepto de oferta pública tiene consecuencias en otros ordenamientos, como el fiscal. Esto motivó el dictado de normas destinadas a adaptar esos ordenamientos al nuevo esquema.

*intermediarios financieros;*<sup>354</sup>

El Reglamento enumera, en su artículo 1, una serie de casos que quedan fuera de su campo de aplicación (aunque no fuera del concepto de oferta pública), por ejemplo, cuando se encuentren involucradas las participaciones emitidas por organismos de inversión colectiva (con excepción de los de tipo cerrado); o los títulos emitidos por un estado miembro de la UE o por una autoridad regional o local de un estado miembro o por organismos públicos internacionales de los que forme parte un estado miembro, por el Banco Central Europeo o por un banco central de un estado miembro; o títulos emitidos por entidades sin fines de lucro, entre otros. Tampoco se aplicará el Reglamento a las ofertas públicas de valores cuyo importe total sea inferior a un millón de euros, calculado sobre un período de doce meses.

A su turno, el apartado 4 exceptúa de la obligación de presentar un prospecto a ciertos tipos de ofertas públicas: las dirigidas exclusivamente a inversores calificados; las dirigidas a menos de ciento cincuenta personas, físicas o jurídicas, por estado miembro, sin contar los inversores calificados; aquellas cuya denominación por unidad ascienda como mínimo a cien mil euros; las dirigidas a inversores que adquieran valores por un importe total mínimo de cien mil euros por inversor; las que involucren acciones emitidas en sustitución de acciones de la misma clase ya emitidas, si la emisión de tales nuevas acciones no supone ningún aumento del capital emitido; las que impliquen valores ofertados en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, a condición de que se ponga a disposición del público un documento de conformidad con el mecanismo establecido en el artículo 21, apartado 2, del Reglamento, que contenga información descriptiva de la transacción y de sus consecuencias para el emisor; las referidas a valores ofertados, asignados o que vayan a ser asignados en relación con una fusión o escisión, siempre que se ponga a disposición del público un documento de conformidad con el mecanismo establecido en el artículo 21, apartado 2, del Reglamento, que contenga información descriptiva de la transacción y de sus consecuencias para el emisor; los dividendos pagados a los accionistas actuales en forma de acciones de la misma clase que aquellas por las que se pagan los dividendos, siempre que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos

---

<sup>354</sup> Traducción del autor. Compárese con la definición contenida en el artículo 2, de la LMC.

y pormenores de la oferta; las relativas a valores ofertados, asignados o que vayan a ser asignados a administradores o empleados actuales o anteriores por su empresa o por una empresa vinculada, siempre que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de los valores y los motivos y pormenores de la oferta o asignación; y las referidas a valores no participativos<sup>355</sup> emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, cuando el importe agregado total de la oferta en la Unión Europea correspondiente a los valores ofertados sea inferior a 75.000.000 de euros por entidad de crédito calculados sobre un período de doce meses, a condición de que estos valores no sean subordinados, convertibles o canjeables y no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores ni estén ligados a un instrumento derivado.

Por su parte, el apartado 5, de dicho artículo 1, dispone que la obligación de presentar un prospecto no se aplicará a la admisión a cotización en un mercado regulado de ciertos tipos de valores, a saber: los valores fungibles con valores ya admitidos a cotización en el mismo mercado regulado, siempre que representen, a lo largo de un período de doce meses, menos del 20 % del volumen de valores ya admitidos a cotización en el mismo mercado regulado; las acciones resultantes de la conversión o canje de otros valores o del ejercicio de los derechos conferidos por otros valores, siempre que sean de la misma clase que las acciones ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado y que las nuevas acciones representen, a lo largo de un período de doce meses, menos del 20% del volumen de acciones de la misma clase ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado, sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo segundo del presente apartado; los valores resultantes de la conversión o canje de otros valores, fondos propios o pasivos admisibles por parte de una autoridad de resolución en el ejercicio de una competencia prevista en el artículo 53, apartado 2, el artículo 59, apartado 2, o el artículo 63, apartados 1 o 2, de la Directiva 2014/59/UE<sup>356</sup>; las acciones emitidas en sustitución de acciones de la misma clase ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado, si la emisión de tales acciones no supone ningún aumento del capital emitido; los valores ofertados en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, a condición de que se ponga a disposición del público un documento de conformidad con el mecanismo

---

<sup>355</sup> Son los que no implican una participación en el capital.

<sup>356</sup> Relativa a reestructuración de entidades de crédito.

establecido en el artículo 21, apartado 2, del Reglamento, que contenga información descriptiva de la transacción y de sus consecuencias para el emisor; los valores ofertados, asignados o que vayan a ser asignados en relación con una fusión o escisión, siempre que se ponga a disposición del público un documento de conformidad con el mecanismo establecido en el artículo 21, apartado 2, del Reglamento, que contenga información descriptiva de la transacción y de sus consecuencias para el emisor; las acciones ofertadas, asignadas o que vayan a ser asignadas gratuitamente a los actuales accionistas, y los dividendos pagados en forma de acciones de la misma clase que aquellas por las que se pagan los dividendos, siempre que las citadas acciones sean de la misma clase que las que ya han sido admitidas a cotización en el mismo mercado regulado y que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y pormenores de la oferta; los valores ofertados, asignados o que vayan a ser asignados a administradores o empleados actuales o anteriores por su empresa o por una empresa vinculada, siempre que los citados valores sean de la misma clase que los que ya han sido admitidos a cotización en el mismo mercado regulado y que esté disponible un documento que contenga información sobre la cantidad y la naturaleza de los valores y los motivos y pormenores de la oferta o asignación; los valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, cuando el importe agregado total de la oferta en la Unión Europea correspondiente a los valores ofertados sea inferior a 75.000.000 euros por entidad de crédito calculada sobre un período de doce meses, a condición de que estos valores no sean subordinados, convertibles o canjeables, y no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores ni estén ligados a un instrumento derivado; y los valores ya admitidos a cotización en otro mercado regulado, siempre que dichos valores, o valores de la misma clase, hayan sido admitidos a cotización en ese otro mercado regulado durante más de 18 meses y que, para los valores admitidos por primera vez a cotización en un mercado regulado después del 1 de julio de 2005, la admisión a cotización en ese otro mercado regulado estuviera asociada a un folleto aprobado y publicado de conformidad con normas europeas anteriores sobre prospecto.

Estas exenciones de publicación de prospecto pueden acumularse, de manera que pueda aplicarse más de una exención al mismo tiempo. Los apartados 6bis y 6ter, del artículo 1, contienen precisiones adicionales sobre estas exenciones.



Asimismo, el artículo 3, apartado 2, del Reglamento, dispone que un estado miembro de la Unión puede decidir eximir de la obligación de presentar un prospecto siempre que el importe total de la oferta sea inferior a ocho millones de euros sobre un período de doce meses corridos. Francia ha hecho uso de esta excepción<sup>357</sup>.

El Reglamento europeo contiene la noción de valores negociables, la que excluye los instrumentos de pago y comprende los títulos de capital de las sociedades, los títulos de crédito y los instrumentos derivados que refieran a alguna de las categorías anteriores (artículo 4, apartado 1, punto 44, de la Directiva 2014/65, sobre mercados financieros. Esta noción convive con el concepto francés de títulos financieros, definidos en el artículo L. 211-1, del Código Monetario y Financiero y comprende los títulos de capital, los títulos de crédito y las participaciones en organismos de colocación colectiva. Ambas nociones no son totalmente idénticas<sup>358</sup>.

Como ya se dijo, el concepto de oferta de valores al público es diferente al de admisión a negociación en un mercado reglamentado o en sistema multilateral de negociación, puesto que pueden ofrecerse valores (que quedarán incluidos en el régimen de oferta pública) en el mercado libre, fuera de un mercado reglamentado o de un sistema multilateral de negociación. La admisión a negociación en un mercado u otro depende de una decisión de la empresa emisora e implica la sujeción a las reglas de esos mercados y a un régimen legal, más o menos exigente, según el tipo de mercado.

La consecuencia más importante de hacer una oferta al público de valores es la obligación de preparar un prospecto. Es lo que establece el artículo 3, del Reglamento UE 2017/1129. Por su parte, el artículo L. 411-1, del Código Monetario y Financiero, sanciona con pena de nulidad la realización de ofertas y la emisión de valores negociables sin autorización.

El artículo 6, apartado 3, del Reglamento, establece que el prospecto puede estar

---

<sup>357</sup> En este caso, debe presentarse un documento de información sintética, que debe ser previamente comunicado a la AMF.

<sup>358</sup> Por ejemplo, ciertos títulos no fungibles no constituyen valores mobiliarios en el sentido del Reglamento, pues no forman una categoría de títulos idénticos y de una misma clase, mientras que en derecho francés este criterio no resulta aplicable para considerarlos títulos financieros.

compuesto de un documento único o de distintos documentos separados, los que desglosarán la información requerida en un documento de registro (*document d'enregistrement universel*)<sup>359</sup>, una nota sobre los valores ofertados<sup>360</sup> y un resumen de prospecto. Puede incluir diversos suplementos de actualización.

El prospecto puede referir a información ya presentada ante la AMF. El emisor responde por la información contenida en el prospecto, según se verá en el capítulo correspondiente.

### 9. Las operaciones de mercado.

Un análisis de las distintas operaciones que pueden realizarse en los mercados y de su regulación legal resultaría excesivo para los propósitos de esta obra, pero sí es importante mencionar el modelo de transmisión de órdenes que adopta el derecho francés del mercado de capitales.

En el centro de todo mercado de capitales se encuentra el mecanismo de transmisión de las órdenes emitidas por los inversores para la realización de las diversas operaciones en los mercados. La ejecución de estas órdenes tiene dos finalidades esencialmente relacionadas. Por un lado, permite la realización de negociaciones de compra y de venta y el establecimiento de un precio. Cada operación se realiza a un precio que sirve de referencia a otras operaciones, de manera que existe una interacción entre todas las operaciones. Por otro lado, el mercado es un entorno que permite contrastar regularmente el valor de los objetos que allí se negocian. Cuando se emite una orden de venta, el precio nunca está determinado de antemano. Dicho precio depende del precio de las operaciones precedentes. Esta relación de dependencia es independiente de la voluntad de las partes. En el mecanismo bursátil clásico, el precio no está determinado por quien emite las órdenes, sino por el mercado en razón de sucesivas pujas<sup>361</sup>.

En el mundo existen dos grandes modelos de transmisión de órdenes: el modelo

---

<sup>359</sup> Que contiene la información relativa al emisor.

<sup>360</sup> Conteniendo la información sobre los valores.

<sup>361</sup> Merville, Anne-Dominique, "*Droit...*", pág. 306.

llamado latino y el modelo anglosajón.

- El modelo latino. Es el mecanismo más difundido en los países europeos y, especialmente, en Francia. Se trata de un modelo centralizado, regido por las órdenes de mercado y que conduce a un precio único igual para todas las operaciones. Este sistema se basa en un mercado central que realiza todas las operaciones sobre un título. Trasmite y ejecuta en su seno todas las órdenes. De manera periódica todas las órdenes recibidas por el mercado central son confrontadas las unas con las otras de manera conjunta. No hay confrontación bilateral, ni emparejamiento de una orden con otra. Todas las órdenes de venta y todas las órdenes de compra son confrontadas y de esta confrontación surge el precio de equilibrio, que es el precio al que el mayor número de órdenes puede ser ejecutado. En un momento dado, el precio para todos será el mismo. Los mercados regulados utilizan este sistema. Tiene la ventaja de la simplicidad al tener un precio único e igual para todos los inversores, sean minoristas o institucionales. El precio único también hace más transparente el mercado. Esta centralización es consecuencia del mecanismo de compensación, ya visto, en que la cámara compensadora actúa como contraparte central en todas las operaciones.

- El modelo anglosajón. Es el sistema que tradicionalmente se utilizaba en Inglaterra, en la *London Stock Exchange*. Es un sistema descentralizado, gobernado por las cotizaciones, no por las órdenes y que se basa en la pluralidad de precios en un momento dado. Es descentralizado porque las operaciones pueden ser realizadas directamente por los intermediarios profesionales y no por un mercado central. Es el sistema que también utilizaba tradicionalmente el NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), mercado electrónico, donde se reúnen profesionales, adherentes, asociaciones de corredores y otros intermediarios y proponen sus distintos precios para las operaciones. El profesional no es un simple intermediario, sino que compra y vende por su cuenta en acuerdos bilaterales concluidos entre el cliente y el profesional. No hay confrontación de órdenes<sup>362</sup>. Lo mismo ocurre en los diversos mercados “libres”, o mercados *over the counter*, en terminología anglosajona.

Este mecanismo conduce a una diversidad de precios, pues cada profesional

---

<sup>362</sup> Es el sistema que existe en Francia en los mercados no reglamentados o libres.

propone el precio que está dispuesto a pagar o recibir. Los profesionales no realizan las mismas apuestas sobre la evolución de las cotizaciones de un título. Para cada profesional puede haber incluso precios diferentes. El agente no sólo recibe sus comisiones, si no que obtiene beneficios por la disparidad de cotizaciones (*spread*). Si compra es para revender con una ganancia. Se proponen al menos dos precios: un precio de compra y uno de venta y variará su rango de precios en función del precio del cliente o de la importancia del precio de la orden. Es un modelo que favorece la competencia entre los profesionales y, al mismo tiempo, tiende a hacer disminuir los precios y costos. El sistema además hace que los precios varíen en función del volumen de las órdenes, diferenciando así a los pequeños de los grandes inversores. Como desventaja se puede mencionar la fragmentación del mercado, consecuencia de la existencia de precios diversos (hay tantos mercados como profesionales), que impide obtener un precio de equilibrio. Eso hace también más difícil la tarea de supervisión de los mercados por parte de la autoridad regulatoria y multiplica la posibilidad de conflictos de intereses, pues el cliente corre el riesgo de que el profesional obtenga ganancias para sí mismo. Esto no quiere decir que no exista una cotización de referencia, pero el precio definitivo no es único.

Más allá de los modelos puros antes mencionados, hay que remarcar que los grandes mercados actuales combinan elementos de ambos sistemas, dando lugar a estructuras de mercado híbridas. Por ejemplo, la Bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange*, NYSE) es un mercado central regido por órdenes.

#### 10.- Conclusiones.

Como se advierte, el mercado de capitales en Francia se caracteriza por una fuerte regulación del estado, tanto a nivel nacional, como a nivel europeo. Estas regulaciones han ido acentuándose al compás de las crisis financieras de lo que va del siglo XXI, originándose siempre en la preocupación, a nivel de la Unión Europea y del mismo estado francés, por evitar la aparición de nuevas crisis, buscando mayor transparencia en los mercados, con el propósito de prevenir los abusos. La normativa aparece primero a nivel europeo, en forma de directivas y reglamentos, que van luego implementándose en los distintos países miembro o aplicándose de manera directa. Esto trae como consecuencia cierta unificación de los distintos derechos nacionales de los mercados de capitales.

Otra característica importante de los mercados en Francia (ahora común a la

mayoría de los países de la Unión) es la centralización del sistema de transmisión de órdenes de mercado, que, como se verá más adelante, trae importantes consecuencias a la hora de analizar la responsabilidad civil de los participantes.

De hecho, brindar una breve reseña del funcionamiento y la regulación del mercado de capitales francés resulta importante para entender luego cómo ese funcionamiento impacta directamente en la forma en que se determinará la responsabilidad de los participantes en el mercado (concretamente en lo que hace al objeto de esta tesis, las sociedades emisoras y sus administradores) por los daños ocasionados a los inversores. Especialmente, el cambio de paradigma de un mercado dominado por transacciones bilaterales a otro en que la mayoría de esas transacciones son multilaterales y manejadas mediante un sistema centralizado y automatizado de transmisión de órdenes, ha implicado también un cambio en la forma de abordar y concretar la referida responsabilidad civil, sobre todo en países como Francia en los que no existe una regulación específica sobre el tema.

En cuanto a la regulación legal del mercado de capitales en Francia, como se advierte de la somera descripción realizada, resulta similar a la existente en la Argentina, aunque con matices particulares, especialmente en relación con la existencia de normas supranacionales que tienden a unificar el derecho europeo sobre la materia.

En este sentido, es interesante hacer notar que, si bien el sistema de mercado de capitales argentino reconoce tradicionalmente su origen en el de los Estados Unidos, las raíces comunes lo acercan a la regulación francesa, sobre todo en cuanto a la mayor presencia del estado en la supervisión y el control y la preocupación por cuestiones sociales<sup>363</sup>.

Esta tensión normativa entre el sistema francés y el anglosajón que experimenta el régimen legal argentino se advierte también, como se verá más adelante, en la manera de encarar y entender la responsabilidad civil de las emisoras y sus administradores.

---

<sup>363</sup> Aunque también es claro que el propio sistema francés (y los de otros países de Europa) se ha ido acercando notablemente al norteamericano subsistiendo especialmente un espíritu diferente (sobre todo en la jurisprudencia), lo que lleva a acentuar ciertas preocupaciones sobre otras.

## CAPÍTULO III

### El mercado de capitales en los Estados Unidos

#### 1.- Introducción.

Actualmente en los Estados Unidos los mercados se estructuran básicamente de manera similar a los de Europa, esto es, coexisten entidades privadas que gestionan diversos ámbitos de negociación, supervisados por una entidad estatal<sup>364</sup>.

No obstante, subsisten diferencias. A simple vista, la primera de ellas es la unificación de la regulación en Europa, especialmente a partir de la Directiva MiFid, que entrara en vigencia en noviembre de 2007<sup>365</sup>, mientras que en los Estados Unidos existen regulaciones a nivel federal, estatal y privado (las emitidas por entidades autorreguladas), no obstante que la legislación federal tenga prioridad sobre la estatal, como se verá luego.

Otras diferencias a la fecha de esta obra pueden sintetizarse así<sup>366</sup>:

- En relación con los mercados. En los Estados Unidos los llamados *dark pools*, es decir, las transacciones que se realizan fuera de los mercados regulados y que buscan no divulgar información sobre el volumen y los precios negociados, son considerados

---

<sup>364</sup> No ha sido así en el pasado. Para una historia integral de los mercados a nivel mundial puede verse Michie, Ranald, “*The Global Securities Markets: A History*”, Oxford University Press, 2006. Tradicionalmente los mercados europeos, excepto en Gran Bretaña, presentaban una muy fuerte intervención estatal (por ejemplo, en Francia las bolsas eran consideradas entidades públicas) y una regulación caracterizada por los amplios poderes discrecionales otorgados a los accionistas (cfr. Coffee Jr., John C. “*The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governances and its Implications*”, Northwestern University Law Review No. 93, págs. 641 y ss.).

<sup>365</sup> Siendo una Directiva, fue necesario que cada país miembro de la UE la incorporara como derecho interno, de ahí que aún hoy las modalidades de dicha incorporación varíen de país a país. La unificación de la legislación en materia de mercados de capitales en Europa es un proceso, a veces difícil, que continúa hasta la actualidad.

<sup>366</sup> Cfr. Boskovic, Tanja, Cerruti, Caroline y Noel, Michel, “*Comparing European and U.S. Securities Regulations. MiFID versus Corresponding U.S. Regulations*”, World Bank Working Paper No. 184, 2010. Disponible en <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/13528>.

como sistemas alternativos de negociación y deben registrarse como agentes (*broker-dealers*). Deben divulgar al público los precios de negociación a partir de cierto volumen de operaciones. En Europa estos mercados no estaban regulados. A partir de la entrada en vigencia de la Directiva MiFID II, se buscó empezar a ponerles ciertos límites, aunque en un sentido inverso al existente en los Estados Unidos. Se pretendió que las grandes operaciones sigan estando exentas de divulgar información (especialmente para proteger su rol positivo en el manejo de transacciones importantes efectuadas por inversores institucionales que no se sienten cómodos con los mercados regulados que están diseñados sobre todo para los inversores medios o pequeños). También se intentó que las operaciones “ocultas” no perjudicasen el proceso de formación de precios en los mercados regulados. Para ello, se prohibió que permanecieran “ocultas” las transacciones de títulos que en determinada medida se produjeran sólo fuera de dichos mercados regulados (los porcentajes van variando en función del volumen negociado y el tiempo durante el cual los títulos se han negociado de manera “oculta”). También se permitió a los bancos operar como internalizadores sistemáticos sin divulgar información de sus operaciones en la medida en que el banco asumiera los riesgos con su propio capital.

- Las autoridades de supervisión europeas tienen en general mayores facultades a la hora de conceder o no autorización para operar a empresas de servicios de inversión y de controlar su gestión. Lo mismo ocurre en relación con las empresas que gestionan mercados regulados.

- En los Estados Unidos existe una mayor capacidad de autorregulación para los mercados regulados que en Europa.

- Las normas sobre conflictos de intereses tienden a ser más estrictas en Europa que en los Estados Unidos.

- Las normas europeas de protección de los inversores están sujetas a la categorización de éstos en inversores profesionales y no profesionales, que es obligatoria. Las normas estadounidenses protegen a todos los inversores en general, con algunas regulaciones para los inversores institucionales.

- La obligación de ejecutar una orden de la manera más conveniente para el inversor (*best execution*) se basa en diversos factores en los Estados Unidos, siendo el

precio la más tenida en cuenta. En Europa el peso de otros factores, como la certeza en la ejecución, es igualmente importante.

- La consolidación de los datos de los diferentes mercados en un solo sistema es una característica en los Estados Unidos. En Europa, a partir de la vigencia de la Directiva MiFID, que buscó incrementar la competencia entre las diferentes estructuras de negociación, se produjo una importante fragmentación de la información y, consecuentemente, de la liquidez. La Directiva MiFID II buscó introducir la consolidación de los datos financieros que permitiera comparar los precios de los diferentes mercados, lo cual implica importantes problemas a la hora de estandarizar los datos.

## 2.- La normativa sobre mercados de capitales.

El marco regulatorio de los mercados de capitales en los Estados Unidos puede analizarse desde varios puntos de vista.

En primer lugar, teniendo en cuenta el emisor de la normativa, hay que hablar de normas emitidas por el estado, que puede ser el estado federal o cada uno de los estados que lo componen, o por una entidad autorregulada (mercados o asociaciones de agentes).

Pese a haberse originado como materia regulada a nivel de los estados de la Unión, la gran mayoría de la legislación sobre mercados es hoy en día materia federal. La legislación de los estados, llamada *blue sky laws*, “leyes sobre el cielo azul”<sup>367</sup>, sigue teniendo importancia para algunas transacciones, pero claramente las leyes federales contienen la mayoría de las regulaciones aplicables a los mercados<sup>368</sup>.

La legislación sobre mercados regula los ámbitos en que se negocian los valores,

---

<sup>367</sup> El término se originó en fraudes que se cometían con valores a principios del siglo XX en que se ofrecían acciones de sociedades con proyectos de inversión en supuestos pozos petroleros, o minas de oro que terminaban siendo inversiones en “metros de cielo azul”, es decir, en nada. Las primeras leyes estatales (la primera fue dictada en el estado de Kansas en 1910) fueron dictadas, mucho antes de cualquier ley federal, para prevenir esos fraudes.

<sup>368</sup> Cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles of Securities Regulation*”, Cuarta Edición Revisada, West Academic Publishing, 2017, págs. 8 y ss.



estos mismos valores, las sociedades emisoras de ellos, sus compradores y vendedores, así como los intermediarios y otros sujetos que actúan en los mercados.

Las leyes sobre valores (*securities regulation*, en terminología anglosajona) se complementa con las reglas y otras normas emitidas por el órgano federal encargado de la aplicación de esas leyes, la SEC, y por la jurisprudencia judicial que, como en todo sistema anglosajón, tiene fuerza como precedente.

Las principales leyes federales sobre la materia son:

- La Ley de Valores de 1933 (*Securities Act* o *1933 Act*).
- La Ley del Mercado de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act* o *1934 Act*).
- La Ley de Fideicomisos de 1939 (*Trust Indenture Act* o TIA).
- La Ley de Empresas de Inversión de 1940 (*Investment Company Act* o ICA).
- La Ley sobre Asesores en Inversión de 1940 (*Investment Advisers Act* o IAA).
- La Ley de Protección a los Inversores en Valores de 1970 (*Securities Investor Protection Act*, o *SIPA*).
- La Ley llamada Sarbanes-Oxley de 2002 (*SOX*).
- La Ley de Reforma Financiera y de Protección al Consumidor de 2010 (llamada *Dodd-Frank Act*).

La primera de las normas mencionadas, la *1933 Act*, regula primariamente las ofertas públicas iniciales de títulos<sup>369</sup>, mientras que la *1934 Act* resulta mucho más amplia en su alcance<sup>370</sup>, aunque podría decirse que se ocupa sobre todo del mercado de valores

---

<sup>369</sup> En inglés se utiliza el término *distribution* para la colocación inicial de títulos en el mercado.

<sup>370</sup> Regula los valores, los ámbitos en que se negocian, sus compradores y vendedores, los agentes e intermediarios, así como la creación y funcionamiento de la SEC.

llamado secundario, una vez que aquéllos han sido colocados en el mercado<sup>371</sup>.

Además de los mercados de valores, existe un amplio campo de negociación cuyo objeto son los llamados *commodities*<sup>372</sup> y sus instrumentos derivados. Estos mercados son supervisados en general por la Comisión de Negociaciones en Futuros de Productos (*Commodity Futures Trading Commission*, CFTC), conforme las previsiones de la Ley del Mercado de Productos (*Commodity Exchange Act*) de 1936.

La sofisticación de estos mercados ha llegado al punto de que existan inversiones que tienen atributos tanto de los *commodities*, como de los valores, lo que llevó a una disputa jurisdiccional entre la SEC y la CFTC. Actualmente, por ejemplo, las opciones sobre valores están reguladas por la SEC, mientras que los futuros y opciones sobre productos (incluyendo las opciones sobre futuros) están sujetas a la regulación de la CFTC. Permanece, sin embargo, un área gris en que se superponen ambas regulaciones.

La relación entre la legislación federal y la de los distintos estados pasó por varias etapas hasta que en 1996 el congreso de los Estados Unidos sancionó la Ley de Mejora de los Mercados Nacionales de Valores (*National Securities Markets Improvement Act*) que expresamente dispuso la aplicación preferente de las leyes federales por sobre las de los estados en muchas áreas. Así, la inmensa mayoría de las ofertas de valores deben ser registradas conforme a la regulación federal, sin tener en cuenta las normas de los estados, excepto en algunos temas específicos de derecho societario y el deber de registrar ciertos documentos con fines de publicidad solamente.

### 3.- La autoridad de supervisión.

Cuando se sancionó la Ley de Valores de 1933, el órgano encargado de su aplicación era la Comisión Federal de Comercio (*Federal Trade Commission*), encargada

---

<sup>371</sup> El término en inglés para designar las negociaciones en el mercado secundario es *trading*.

<sup>372</sup> La expresión refiere en general a cualquier objeto o materia prima fungible que pueda ser comprada y vendida masivamente (cereales, oleaginosas, carbón, petróleo, otros combustibles, metales preciosos o no, incluso energía eléctrica), pero también, modernamente, a elementos intangibles como tasas de interés o índices financieros. Aquí se utilizará el término inglés o “productos”, aunque no se corresponda exactamente con la palabra inglesa.

de supervisar todo el comercio interestatal. Sin embargo, al sancionarse la Ley del Mercado de Valores de 1934 la vastedad de los aspectos regulados fue tal que el Congreso de los Estados Unidos decidió crear un nuevo ente regulador. Nació así la Comisión de Valores y del Mercado (SEC) que es hoy en día una de las más influyentes y respetadas agencias federales, a pesar de su relativamente modesto tamaño<sup>373</sup>.

La SEC posee las cuatro básicas competencias de toda agencia federal: la facultad de dictar normas, la de juzgar hechos y conductas, la de realizar investigaciones y la de hacer cumplir sus regulaciones y decisiones. Particularmente, esta última capacidad se ha visto significativamente incrementada durante la última parte del siglo XX y lo que va del siglo XXI. Así, la SEC goza actualmente de la facultad de exigir el pago de ganancias indebidas por parte de quienes infringen las normas sobre tráfico de información privilegiada (*disgorgement*), como así también de imponer multas en el marco de procedimientos administrativos. La única facultad que no se le ha otorgado es la de juzgar controversias entre particulares.

La SEC se encuentra altamente departamentalizada debido a sus amplias funciones. Se compone de cinco comisionados cuyos mandatos duran cinco años. Son designados por el presidente de los Estados Unidos, sujeto a confirmación por parte del Congreso. Uno de los comisionados es designado como presidente de la Comisión. No más de tres miembros pueden pertenecer al mismo partido político.

Los cinco miembros de la Comisión, llamada la “comisión plena” o *full commission*, supervisa las diferentes áreas, tiene poder de revisión de las decisiones de los jueces administrativos y la autoridad final en la emisión de normas.

La potestad de juzgar de la SEC está en cabeza de jueces administrativos, pertenecientes al mismo órgano<sup>374</sup>.

---

<sup>373</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 17.

<sup>374</sup> A pesar de que no se los considera como miembros del poder judicial, estos jueces (existentes en todas las agencias federales) tienen un riguroso proceso de selección, que incluye exámenes, y gozan de ciertas prerrogativas propias de los miembros de aquél poder, tal como la inmunidad judicial. Tienen total independencia de la agencia a la que sirven y sólo pueden ser removidos con justa causa por parte de la Agencia de Protección del Sistema de Méritos (*Merit Systems Protection Board*). Esta agencia federal fue

Las principales divisiones administrativas de la SEC son:

- La División de Cumplimiento, responsable de investigar cualquier violación de las leyes de valores. Una vez que se ha determinado la existencia de una violación, la SEC puede iniciar acciones legales, solicitar al Departamento de Justicia de los Estados Unidos que inicie un proceso penal o imponer sanciones administrativas, con audiencia previa. Estas medidas pueden tomarse contra compañías emisoras registradas, sus administradores, funcionarios o empleados, agentes o intermediarios registrados y miembros de un mercado o de una asociación autorregulada, como por ejemplo la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (*Financial Industry Regulatory*

---

creada en 1979 con el fin de preservar la independencia de cualquier empleado del gobierno federal respecto de influencias político-partidarias o de otro tipo, así como para la protección de dichos empleados). Tienen, así, un estatus cuasi-judicial. No obstante, existe una controversia en los Estados Unidos sobre la facultad de la SEC (y de las restantes agencias federales) de designar estos jueces. La discusión se centra en la llamada “Cláusula de Designaciones”, contenida en la Constitución norteamericana (Artículo II, Sección 2, Cláusula 2). Esta norma faculta al presidente a designar ciertos funcionarios, con el aval del Congreso, mientras permite que otros funcionarios menores sean designados directamente por otros organismos del gobierno federal. La discusión es si los jueces administrativos son funcionarios inferiores o no. En mayo de 2017, la Cámara Federal de Apelaciones del Décimo Circuito, de la ciudad de Denver, consideró que la designación de un juez administrativo por parte de la SEC era inconstitucional, por violatoria de la Cláusula de Designaciones. Otros fallos se han decidido por la constitucionalidad de estas designaciones (cfr. Henning, Peter, “*Why the Supreme Court May Review the S.E.C.’s In-House Judges*”, *The New York Times*, 5/09/2017. El 21 de junio de 2018, la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos dictó el fallo “*Lucia c. SEC*” (disponible online en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/585/17-130>) en el que decidió que los jueces administrativos deben considerarse como funcionarios menores y que, por lo tanto, deben ser designados por el director o presidente de la agencia federal de que se trate y no por el presidente de los Estados Unidos. De esta manera, la Corte concluyó que el procedimiento utilizado hasta entonces por la SEC para designar a sus jueces administrativos (a través de las normas del empleo civil en el estado y delegando la designación en estratos administrativos inferiores) violaba la Cláusula Constitucional de Designaciones que exige una designación directa por parte de quien está al frente del organismo. El 18 de mayo de 2022, la Corte de Apelaciones Federal del Quinto Circuito decidió en un caso de fraude con títulos valores que la utilización por parte de la SEC de jueces administrativos violaba el derecho constitucional a un juicio decidido por un jurado y que la delegación legislativa hecha por el Congreso Federal a favor de la SEC en tal sentido era también inconstitucional (caso “*Jarkesy c. SEC*”, disponible en línea en <https://www.ca5.uscourts.gov/opinions/pub/20/20-61007-CV0.pdf>).

*Authority* o FINRA)<sup>375</sup>.

- La División de Financiamiento Corporativo tiene la responsabilidad primaria de examinar todos los documentos e informes que deben suministrarse a la SEC en virtud de los deberes de información establecidos en las leyes de valores.

- La División de Negociaciones y Mercados se dedica a elaborar prácticas regulatorias y políticas referidas a los mercados, tanto registrados como informales<sup>376</sup>, y agentes e intermediarios. Aquí hay cierta superposición de roles con la División de Administración de Inversiones, que se relaciona con los requisitos exigidos a las compañías de inversión y a los asesores en inversiones.

Además de estas cuatro grandes divisiones, existen diversas oficinas, como la del abogado general de la SEC, la del jefe de contadores, la del jefe de economistas, entre otros. Existen además directores regionales.

(A) Funciones normativas.

Como ocurre con todas las agencias del gobierno federal, la SEC tiene dos tipos de facultades normativas: la delegada y la interpretativa.

- Función normativa delegada: Gran parte de las capacidades normativas de la SEC derivan de ciertas disposiciones de las leyes federales de valores que expresamente la facultan para dictar normas con fuerza de ley. Ello en la medida en que el proceso de emisión de esas normas haya cumplido con la Ley Federal de Procedimientos Administrativos (*Administrative Procedure Act*) y siempre que el alcance de la regulación no exceda el que le diera la norma originaria. Aquí las controversias se han planteado en relación con las normas de la SEC que tocan materias de administración societaria interna

---

<sup>375</sup> Se trata de una organización privada autorregulada, sucesora de la Asociación Nacional de Agentes de Valores (*National Association of Securities Dealers, Inc.* o NASD).

<sup>376</sup> Los términos son *exchange* y *over the counter market*. Los *exchanges* son mercados registrados como tal conforme a la Ley del Mercado de Valores de 1934. Casos típicos son la Bolsa de Valores de Nueva York y el NASDAQ. Ello no quiere decir que los mercados *over the counter* no estén sujetos a regulación, según se verá después.

que son tradicionalmente competencia de la legislación de los estados, no federal<sup>377</sup>.

- Función Normativa interpretativa: Además de su función normativa propiamente dicha, la SEC emite con frecuencia normas de interpretación destinadas a facilitar el cumplimiento de las leyes federales y de sus propias normas. Naturalmente, no tienen fuerza de ley. Sin embargo, tienen gran importancia pues indican cómo actuará el órgano en determinadas circunstancias. Por otro lado, los tribunales judiciales suelen basarse en esas interpretaciones a la hora de dictar sus fallos.

Entre las normas de interpretación se encuentran las llamadas reglas de salvaguarda<sup>378</sup> que establecen la opinión de la SEC de que se ha cumplido con la ley en determinada situación.

- Cartas de abstención: Un escalón más abajo de las normas de interpretación se encuentran las llamadas cartas de abstención<sup>379</sup>. Se trata de las respuestas que la SEC da a consultas por parte de particulares sobre si determinada conducta a ser adoptada cumple o no con la regulación sobre valores.

#### (B) Funciones de supervisión.

La SEC tiene también amplios poderes de supervisión sobre emisores, agentes, intermediarios y mercados. Como consecuencia de ello, también goza de la facultad de imponer sanciones administrativas. Estas sanciones alcanzan a los abogados y contadores que actúan en los mercados o asesorando a participantes en ellos, y a los administradores y otros funcionarios societarios.

#### (C) Funciones investigativas y de juzgamiento.

La SEC puede investigar cualquier potencial violación a las normas sobre valores

---

<sup>377</sup> La jurisprudencia norteamericana ha dicho que las leyes federales de valores establecen “... una clara línea conceptual que excluye a la SEC de la materia societaria interna” (traducción del autor; “Business Roundtable vs. SEC”, Cámara de Apelaciones para el Circuito del Distrito Columbia, 12/06/1990, No. 88-1651.

<sup>378</sup> En inglés “*safe harbor rules*”, literalmente reglas de puerto seguro.

<sup>379</sup> En inglés “*no action letters*”.

que pueden conducir a la imposición de sanciones administrativas, a la petición de inicio de acciones criminales, vía el Departamento de Justicia de los Estados Unidos, al inicio de procedimientos administrativos propios tendientes a dictar medidas cautelares, o al inicio de procedimientos judiciales. En este último caso, la SEC está legitimada para reclamar la devolución de ganancias indebidas, la imposición de sanciones civiles o la inhibición de actuar para determinadas personas físicas o jurídicas.

#### 4.- Objeto de la regulación legal.

##### (A) Los valores.

En la actualidad, en los Estados Unidos, la aplicación de las leyes y normas federales gira en torno a la noción de “valor”, siendo el término en inglés para esta noción “*security*”<sup>380</sup>. Como dice un autor<sup>381</sup>, tomado en su sentido literal, la expresión “*security*” refiere a algo que es seguro, libre de peligro. Nada más alejado de la realidad de los mercados financieros. El rasgo que distingue a los valores de cualquier otro producto o mercancía es que no tienen valor en sí mismos, pues representan derechos sobre algo ajeno al título en sí mismo. El valor de un bono o título de deuda depende de la posición financiera de su emisor. El de una acción depende de la rentabilidad o proyección futura de la sociedad que lo emitió. A diferencia de una mercancía, que puede producirse, distribuirse y luego utilizarse o consumirse, los valores son creados, más que producidos, pues pueden emitirse en cantidades ilimitadas y prácticamente sin costo dado que no son nada en sí mismos, sino que representan una cosa diferente. De ahí que una preocupación importante de la regulación legal de los valores es asegurarse que cuando los valores son creados y ofrecidos al público los inversores tengan una idea precisa de qué es esa cosa diferente que los valores representan y cuánto de esa cosa diferente representan dichos valores<sup>382</sup>.

Por otro lado, los valores técnicamente no se consumen o utilizan, sino que

---

<sup>380</sup> Aunque no son nociones coincidentes, se seguirá utilizando el término valor.

<sup>381</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 1.

<sup>382</sup> Ídem, pág. 2.

resultan ser bienes fungibles que se negocian en mercados secundarios<sup>383</sup>. Por ende, otro gran objetivo de la regulación es asegurar que exista un gran flujo de información al público sobre los valores y sus emisores.

Las leyes federales toman el término “valor” en un sentido muy amplio, de ahí que una gran cantidad de inversiones no convencionales caen bajo la órbita de dichas leyes. En este sentido, la jurisprudencia federal ha entendido siempre que las definiciones de valor contenidas en las leyes de 1933 y de 1934 son virtualmente idénticas. El lenguaje empleado por el legislador es expansivo, ampliando continuamente el elenco de inversiones reguladas.

La Sección 2(a)(1), de la Ley de Valores de 1933, establece:

*“El término ‘valor’ significa cualesquiera papeles, títulos, bonos de tesorería, valores futuros, permutas basadas en valores, bonos, debentures, títulos de deuda,*

---

<sup>383</sup> Se discute si pueden aplicarse a los mercados de capitales las normas sobre protección de los consumidores. En general, se tiene la idea (también en la Argentina) de que las normas específicas sobre mercado de capitales desplazan a las de defensa del consumidor por tener entre sus objetivos precisamente la protección de los inversores. Este criterio es el adoptado en los Estados Unidos. En la Argentina, parte de la doctrina admite la aplicación de la normativa sobre consumo (ver al respecto Paolantonio, Martín E., “¿El consumidor financiero es consumidor?”, La Ley 2010-B, 1025). La ley 26.361, de reforma de la ley 24.240, pareciera tener una intención expansiva de aplicación de esta normativa, aunque sus referencias son siempre a consumidores de prestaciones financieras bancarias, no del mercado de capitales (cfr. Arias, María Paula, “Mecanismos de tutela del consumidor de servicios financieros y bursátiles en el mercado actual”, Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones, 281, Nov-dic 2016, págs. 647 y ss.). La ley 26.831, de mercados de capitales, tiene como uno de sus objetivos “Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor” (artículo 1, inc. b). Los autores citados proponen un “diálogo de fuentes” entre ambas normativas a fin de interpretarlas armónicamente. Considero que en realidad ambas normas, la de mercados de capitales y las de defensa del consumidor, deben subordinarse a una misma norma superior: el artículo 42, de la Constitución Nacional. Se trata en realidad de formas de efectivizar los derechos allí contemplados, por lo que mal puede hablarse de aplicación de una u otra norma o incluso de ambas. Una, la de defensa del consumidor, puede decirse que es una norma aplicable a los consumidores en general. La de mercados de capitales regula lo atinente al consumidor en dichos mercados, desplazando, inevitablemente, a la primera, pero naturalmente sin que deje de resultar operativa la norma superior de rango constitucional y sin perjuicio de que ciertas normas de la ley 24.240 puedan aplicarse, según se verá más adelante.



*certificados de interés o de participación en cualquier acuerdo de distribución de ganancias, certificados de fideicomiso en garantía, certificados de preorganización o de suscripción, partes transferibles, contratos de inversión, certificados de voto, certificados de depósito de valores, intereses fraccionables indivisos en derechos sobre petróleo, gas u otros minerales, cualquier opción o privilegio de compra, venta o mixto sobre cualquier valor o certificado de depósito o grupo o índice de valores (incluyendo cualquier interés sobre ellos o basado en lo que valen), cualquier opción o privilegio de compra, venta o mixto ejercido en un mercado regulado nacional sobre divisas extranjeras, o, en general, cualquier interés o instrumento usualmente conocido como 'valor', o cualquier certificado de interés o participación, certificado temporal, recibo, garantía o derecho de suscripción o compra respecto de cualquiera de los elementos antes mencionados”<sup>384</sup>.*

Por su parte, la Sección 3(a)(10) define “valor” en términos prácticamente idénticos, con el agregado siguiente:

*“... pero no incluirá divisas o papeles, títulos que tengan al momento de su emisión un plazo de vencimiento no superior a nueve meses, sin contar esperas, incluyendo cualquier renovación con las mismas limitaciones en cuanto al plazo de vencimiento”<sup>385</sup>.*

De las expresiones utilizadas por el legislador, la que resulta más amplia y ha motivado mayores dificultades interpretativas es la de “contrato de inversión”. Los

---

<sup>384</sup> Traducción del autor. El original dice: “*The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing*”.

<sup>385</sup> Traducción del autor. El párrafo original dice: “*... but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited*”.

tribunales han tenido en mente siempre que lo esencial es determinar si el inversor en este caso necesita o requiere protección de las leyes federales.

En el caso líder en la materia, “SEC c. C.M. Joiner Leasing Corp.”, de 1943, la Corte Suprema de los Estados Unidos tuvo en cuenta, a la hora de determinar si se estaba en presencia de un valor, los términos de la oferta, el plan de distribución de la inversión y los incentivos económicos que se hacían conocer a los potenciales compradores.

Tres años más tarde, en “SEC c. W.J. Howey Co.”, la Corte estableció el test que aún hoy se aplica. En ese sentido, afirmó que un contrato de inversión en los términos de la Ley de Valores de 1933 significa un contrato, transacción o esquema mediante el cual una persona invierte su dinero en una empresa común, con la expectativa de obtener ganancias únicamente como consecuencia de los esfuerzos del promotor de la inversión o de un tercero<sup>386</sup>. La Corte no se limitó a analizar un solo aspecto para determinar la existencia de un valor en los términos de la ley, sino en la inversión como un todo, incluyendo la forma en que era ofrecida en el mercado. Puede afirmarse que éste es un aspecto esencial: no resulta tan determinante lo que se ofrece sino cómo se lo ofrece y con qué promesas de rendimiento.

La jurisprudencia luego continuó desarrollando este test. Así, cuando la Corte habla de que el inversor invierte su dinero, los tribunales han extendido este concepto a casos en que se invierten bienes o servicios<sup>387</sup>. El concepto de “empresa común” utilizado por la Corte también se ha expandido, aplicándose no sólo a casos en que varios inversores resultan implicados, sino también cuando existe un único inversor, aunque esto no es pacífico en la jurisprudencia.

El requisito de que las ganancias se deriven únicamente de los esfuerzos del promotor de la inversión o de un tercero fue relativizado por la jurisprudencia. En la

---

<sup>386</sup> En el caso, el tribunal determinó que la promoción de lotes de árboles frutales, junto con un contrato de administración mediante el cual una afiliada de la emisora cosecharía los frutos y los ofrecería al mercado, yendo las ganancias al inversor, constituía un “valor”, “*security*”, en los términos de la Ley de Valores de 1933.

<sup>387</sup> Sin embargo, un contrato de trabajo que contenga acuerdos para compartir ganancias no es suficiente para crear un “valor” (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 31).

actualidad se exige simplemente que dichas ganancias estén atadas primordialmente o sustancialmente a los esfuerzos de otras personas distintas del inversor.

Además de los parámetros establecidos por la Corte en “Howey”, muchos tribunales de los distintos estados de la Unión y algunos federales han utilizado el criterio del capital de riesgo. Aquí, si bien, en substancia, se utilizan los parámetros ya mencionados, no se exige la existencia de una empresa común. La clave en esta interpretación es que el éxito de la inversión dependa de terceros y que se promueva la actividad como un vehículo de inversión.

Aplicando los criterios reseñados, la jurisprudencia ha resuelto varios casos dudosos. Así, aunque los acuerdos de leasing, de franquicia o de distribución no son habitualmente considerados como “valores”, en algunos casos sí han resultado aplicables las leyes sobre mercados de capitales cuando los esfuerzos de terceros y no los del inversor resultan determinantes para su resultado. También las participaciones en programas voluntarios en que se ofrecen opciones sobre títulos a empleados se han considerado en algunos casos incluidas bajo las leyes de valores<sup>388</sup>.

(B) El caso de los instrumentos derivados.

Las definiciones dadas en las leyes federales de 1933 y 1934 dejan en claro que una inversión que tiene como activo subyacente un valor cae por sí misma dentro de esa definición y, por ende, resulta alcanzada por dichas leyes. En la actualidad existe una enorme variedad de instrumentos financieros derivados. Ello ha llevado, como se anticipó, a una disputa jurisdiccional entre la SEC y la CFTC, especialmente en aquellas inversiones híbridas o mixtas.

Existen además situaciones particulares. Una de ellas es la de los mercados informales de derivados (*over-the-counter derivatives*). La Ley de Mercados de Productos (*Commodity Exchange Act*) establece que todas las inversiones que caen bajo su competencia deben ser negociadas en un mercado registrado. Como resultado, y a diferencia del mercado de valores, no existía un mercado informal de derivados. Este

---

<sup>388</sup> Para otros casos en que los tribunales han considerado aplicables las leyes de valores véase Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, págs. 34 y ss.

monopolio de los mercados registrados de derivados fue eliminado en el año 2000, permitiendo la existencia de un mercado informal.

Cabe mencionar también el caso de los *swaps*, que empezaron a florecer en la década de los 80' y permanecieron virtualmente sin ninguna regulación hasta el año 2010. Un paso adelante fue la reforma de las leyes de valores y de *commodities* que expresamente dispuso la aplicación de las normas de valores sobre prevención del fraude a estos instrumentos derivados cuando tenían como activo subyacente un valor, aunque en sí mismos siguieron estando excluidos de la definición de valor. De todas maneras, siguió existiendo un vasto mercado de *swaps* no relacionados con valores sin regulación legal alguna.

El papel importante que tuvieron estas inversiones en la crisis de 2008-2010, amén de otros factores, hizo que el Congreso de los Estados Unidos sancionara la Ley de Reforma Financiera y de Protección al Consumidor de 2010 (llamada *Dodd-Frank Act*). Esta norma reformó la Ley de Mercados de Derivados, proporcionando una amplia definición de *swaps* y manteniendo la distinción entre *swaps* relacionados con valores y *swaps* no relacionados con valores. Los primeros quedaron bajo la órbita de la SEC y los segundos bajo la supervisión de la CFTC. Algunas transacciones derivadas, como ciertos futuros y opciones sobre futuros, siguen quedando fuera de la regulación. Se estableció también el registro, conforme a las normas sobre valores, de los intermediarios que actúan en estos mercados de derivados.

### (C) Las criptomonedas.

Se denominan criptomonedas o criptoactivos a ciertos medios digitales de intercambio. El prefijo cripto alude a la encriptación o encriptado de seguridad de que goza el algoritmo informático que procesa las transacciones. La primera en aparecer y la más conocida es Bitcoin, en 2009.

Ya en el año 2017 se realizaron transacciones en criptomonedas por más de tres mil millones de dólares. Naturalmente estos volúmenes han llamado la atención de los organismos reguladores. En diciembre de 2017, la SEC emitió un informe de investigación en relación con una emisión inicial de criptomonedas (en inglés: *Initial Currency Offering*, ICO) efectuada por The DAO (una empresa virtual de criptoactivos).

Aplicando el test utilizado por la Corte Suprema en el caso “Howey”, la SEC concluyó que las criptomonedas ofrecidas eran contratos de inversión y, por lo tanto, sujetas a las leyes federales sobre valores. Sin embargo, en junio de 2018, tanto el presidente de la SEC, como un alto funcionario de dicho organismo, expresaron su opinión de que Bitcoin o Ether (otra empresa emisora de criptomonedas) no podían conceptuarse como *securities*.

En septiembre de 2018 por primera vez un tribunal federal de los Estados Unidos determinó que la emisión de criptomonedas y su ofrecimiento al público podía considerarse incluido en la definición de *securities* contenida en las leyes de 1933 y 1934<sup>389</sup>. Se trata de un fallo de gran trascendencia que podría abrir la puerta para una mayor regulación.

De todas maneras, se trata de inversiones en permanente evolución y habrá que ver si la SEC, FINRA o la CFTC adoptan medidas en relación con ellas<sup>390</sup>.

#### 5.- Los mercados.

En la actualidad, más que pensar en un mercado de valores como un lugar físico o incluso virtual en que se negocian instrumentos financieros, podría conceptualizárselo como un conjunto de normas y procedimientos en virtud de los cuales los inversores compran y venden valores<sup>391</sup>.

Las instituciones que estructuran el mercado de capitales en los Estados Unidos pueden clasificarse en cuatro categorías.

#### (A) Mercados registrados (*Registered Exchanges*).

A la fecha de esta obra, existen veinticuatro mercados de valores registrados y

---

<sup>389</sup> “United States of America c. Zaslavskiy, M.”, Corte Federal para el Distrito de Nueva York, 11-09-2018. A este le han venido siguiendo otros fallos en el mismo sentido.

<sup>390</sup> La doctrina ha empezado a reclamar una regulación integral de estos activos (cfr. Kuegler, Adam J., “*Cryptocurrency and the SEC: How a Piecemeal Approach to Regulating New Technology Selectively Stifles Innovation*”, Connecticut Law Review, Volumen 52, Julio de 2020, N° 2, págs. 434 y ss.).

<sup>391</sup> Mahoney, Paul G. y Rauterberg, Gabriel, “*The Regulation...*”.

regulados por la SEC<sup>392</sup>. Se trata en todos los casos de empresas privadas y muchos de ellos pertenecen a un mismo grupo empresarial. Así, por ejemplo, Intercontinental Exchange Inc, (ICE), grupo norteamericano formado por diversas empresas participantes en los mercados, es propietaria de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), de NYSE MKT (entidad continuadora de lo que fue la *American Stock Exchange*), NYSE Arca y NSX<sup>393</sup>.

La más antigua e importante es la Bolsa de Valores de Nueva York (*New York Stock Exchange*, NYSE) la que durante casi toda su existencia fue un mercado tradicional, cuyas operaciones se realizaban en un recinto físico. Este tipo de mercados se los denomina, como se vio, dirigido por órdenes puesto que las transacciones se originan en el requerimiento (orden) del inversor a un agente para comprar o vender, sea al precio de mercado (orden de mercado) o a un precio designado (orden limitada). Los agentes a los que se les han transmitido diferentes órdenes de compra y venta sobre un determinado título se encuentran en el recinto del mercado y participan en una subasta hasta llegar a un acuerdo. Si la subasta alcanza un precio que comprador y vendedor están dispuestos a aceptar, la transacción se realiza directamente entre los agentes. Si no se llega a un acuerdo, estos mercados suelen incorporar la figura del especialista. Este se asigna a uno o más títulos y cotiza esos títulos en todo momento a un precio comprador y a un precio vendedor para acomodar las órdenes que no encuentran su contraparte. Esto permite que el título tenga liquidez

En un sistema de subasta continua, las órdenes limitadas (de comprar o vender hasta cierto precio o a partir de determinado precio) proveen también de liquidez al título. En este sistema, existen prioridades en las órdenes tanto temporales, como de precio.

Por su parte, en los mercados dirigidos por precios, los intermediarios, que no son simples agentes, sino hacedores de mercado (*market makers*), continuamente cotizan títulos de dos formas: un precio de compra y otro de venta. La diferencia entre ambos, llamado *spread*, es su compensación por proveer de liquidez a los títulos, pues realmente

---

<sup>392</sup> Cfr. el sitio de Internet de la SEC: <https://www.sec.gov>.

<sup>393</sup> Denominada anteriormente *National Stock Exchange*, una bolsa de valores pequeña, pero de más de ciento treinta años de vigencia.

están dispuestos a comprar o a vender a esos precios. El inversor que desea comprar un título contacta a un hacedor de mercado, directamente o a través de un agente, según los sistemas, y adquiere el valor al precio de venta cotizado por el hacedor de mercado.

Actualmente, los mercados se estructuran alrededor de un libro de órdenes (o, mejor dicho, una base de datos electrónica) en el que esas órdenes ingresan y se muestran al público para atraer su interés. Las órdenes de compra o de venta se “calzan” con las de venta o de compra, respectivamente y se ejecutan electrónicamente. Así, las diferencias tradicionales entre un mercado dirigido por órdenes y otro dirigido por precios se desdibujan.

Hoy la NYSE se define a sí misma como un mercado “híbrido” que mantiene un espacio para operaciones físicas en su recinto, pero que en gran medida es un mercado electrónico<sup>394</sup>.

El segundo mercado más importante es el NASDAQ, registrado como bolsa en la SEC a partir del año 2006. Comenzó como un mercado descentralizado dirigido por precios que utilizaba computadoras para mostrar las cotizaciones, pero no calzaba las órdenes de los clientes con esas cotizaciones. Hoy es un mercado electrónico con macheo automático de órdenes, al estilo de la NYSE.

Dado que los mercados confían cada vez más en el uso de programas de computación para calzar automáticamente órdenes de compra y venta, las diferencias entre los mercados registrados como bolsas y los demás es cuestión de matices y grados en la organización y la responsabilidad regulatoria, más que en el propio proceso de negociación<sup>395</sup>.

Algunos mercados pueden estar exentos de registro en la SEC como mercados nacionales debido a su limitado volumen de transacciones, como en su momento lo fue

---

<sup>394</sup> Con motivo de la pandemia de COVID 19, la NYSE tomó, el 23 de marzo de 2020, la decisión de cerrar por primera vez en su historia su recinto físico de operaciones, el cual se reabrió parcialmente recién el 26 de mayo de ese año.

<sup>395</sup> Mahoney, Paul G. y Rauterberg, Gabriel, “*The Regulation...*”, pág. 6.

la Arizona Stock Exchange.

(B) Los sistemas alternativos de negociación.

Una cantidad significativa de la negociación en valores en los Estados Unidos se realiza a través de sistemas electrónicos de órdenes propiedad de agentes negociadores que los operan. Algunos muestran sus órdenes públicamente en un sistema consolidado de cotizaciones operado por los mercados regulados. Se los conoce formalmente como redes de comunicación electrónica. Junto con los mercados regulados conforman lo que se llama popularmente como los mercados transparentes o *lit markets*<sup>396</sup>. Otros sistemas no publican sus órdenes. Se los llama mercados oscuros o *dark pools*<sup>397</sup>.

La distinción entre ambos tipos de mercados, sin embargo, es una cuestión de grado. Los mercados transparentes también procesan órdenes no publicadas. A su vez, los mercados oscuros pueden comunicar su interés en negociar en determinados títulos a suscriptores seleccionados como una oferta formal o como una simple indicación de interés.

A los fines regulatorios, todos los sistemas de negociación que no están registrados como bolsas son conocidos como sistemas alternativos de negociación y deben registrarse en la SEC.

Estos sistemas electrónicos “machean” automáticamente las órdenes de compra y venta a precios especificados. Normalmente son utilizados por inversores institucionales o agentes con cartera propia. Los inversores individuales pueden operar en ellos a través de una cuenta con un agente.

En la actualidad cada vez más se utilizan algoritmos informáticos que colocan automáticamente órdenes de compra o venta en el mercado conforme a determinados parámetros programados previamente<sup>398</sup>.

---

<sup>396</sup> Literalmente “mercados iluminados”.

<sup>397</sup> Literalmente “fondos oscuros”.

<sup>398</sup> Un ejemplo de los riesgos de este sistema de algoritmos que cada vez más utilizan inteligencia artificial fue la caída de las cotizaciones en los mercados americanos el lunes 5 de febrero de 2018. La



## (C) Manejo interno de órdenes.

Como ocurre en los mercados europeos, los agentes y negociadores por cuenta propia pueden manejar internamente las órdenes que reciben. Esto significa que, en vez de canalizar la orden hacia algún mercado, el agente o negociador por cuenta propia asume el papel de contraparte de la orden (si la orden es de compra, se asume el papel de vendedor y viceversa). Algunos negociadores por cuenta propia manejan internamente muchas órdenes contratando agentes minoristas para ejecutar las órdenes de sus clientes. Estas órdenes están consideradas como muy atractivas porque el negociador puede ganar el *spread* con muy poca exposición al riesgo. Naturalmente este manejo interno de órdenes constituye un mercado poco transparente en el sentido de que los agentes o negociadores no publican las precios y cantidades en que operan.

Regulatoriamente, el manejo interno de órdenes no se considera un sistema alternativo de negociación. Sin embargo, los negociadores que llevan a cabo operaciones deben en general hacer pública la información sobre los términos de la ejecución de las mismas con carácter mensual y electrónico<sup>399</sup>.

(D) Mercados con menor regulación (*over the counter markets* u OTC).

Además de los mercados registrados, existen mercados con menor regulación, denominados mercados *over-the-counter* (literalmente “sobre el mostrador”). Tradicionalmente estos mercados tenían poca o ninguna regulación, pero con el correr de los años y las diversas crisis la regulación y supervisión se incrementó, aunque nunca al mismo nivel que los mercados registrados. Durante la década de 1980 existió en los

---

semana anterior el gobierno de los Estados Unidos había publicado las cifras de la evolución de la creación de empleo, que arrojaba datos auspiciosos para la economía. Sin embargo, al día siguiente, 2 de febrero, los algoritmos dispararon órdenes de venta pues estaban programados para hacerlo a partir de ese dato. El lunes siguiente continuó el ingreso de órdenes masivas de venta originadas por los algoritmos, lo que empujó a los inversores a vender de manera generalizada para limitar las pérdidas. Así, el índice Dow Jones se desplomó 4,6%, siendo en puntos (aunque no en porcentaje) la mayor caída de su historia, el NASDAQ perdió 7.000 puntos y el índice S&P 500 perdió, más de un 4%. Ello arrastró a todas las bolsas europeas y asiáticas.

<sup>399</sup> Regla 605, de la SEC.

Estados Unidos un movimiento tendiente a la creación de un único mercado nacional consolidado que incluyera a los mercados *over-the-counter*. Sin embargo, ello nunca se concretó<sup>400</sup>.

Los valores que no cotizan en un mercado registrado se definen como valores *over-the-counter*. Las compañías de pequeña envergadura o que inician un proyecto de inversión (relacionadas con la tecnología, por ejemplo) prefieren negociar sus acciones en estos mercados dirigidos por los agentes en los que uno o más de éstos cotizan precios a los clientes o intermediarios. También se consideran valores *over-the-counter* los títulos que sí cotizan en mercados regulados, pero se negocian fuera de ellos.

Los agentes e inversores que operan en estos mercados están controlados y regulados por la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (*Financial Industry Regulatory Authority*, FINRA), continuadora de la *National Association of Securities Dealers* (NASD). Se trata de una entidad privada autorregulada cuya organización y gobierno se encuentra regulado y supervisado por la SEC.

Ejemplos de estos mercados son el OTC Bulletin Board (mercado dependiente de FINRA) y el OTC Link LLC (propiedad de OTC Markets Group, Inc.).

#### 6.- Las agencias de compensación y custodia de títulos.

Las acciones de compañías norteamericanas, los títulos de deuda que ellas emiten y los bonos emitidos por las municipalidades pueden estar instrumentados en soporte papel, en la forma de certificados, o de manera registral mediante la anotación en cuentas. Usualmente se utiliza esta última forma: los propietarios de los títulos los mantienen en cuentas abiertas con agentes-negociadores o bancos.

Hasta 1968, los agentes e intermediarios concluían las transacciones intercambiando físicamente los certificados de títulos, mediante el uso de cientos de mensajeros que transportaban el papel y los cheques correspondientes a los pagos. A fines de la década de 1960, los volúmenes negociados en los mercados alcanzaron niveles sin precedentes (quince millones de acciones en un día de abril de 1968 en la New York Stock

---

<sup>400</sup> Cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 5.

Exchange). Consecuentemente, la carga de papel se tornó inmanejable dando lugar a la llamada “crisis del papel”. Los certificados de títulos se apilaban en montañas de papel en las oficinas de los agentes, los certificados no se entregaban o se entregaban en las direcciones incorrectas, los empleados de las agencias trabajaban durante toda la noche a fin de poder cumplir con los tiempos de conclusión de las operaciones. Las bolsas de valores empezaron a cerrar sus operaciones una vez por semana (los miércoles) y las horas de negociación se redujeron durante el resto de los días a fin de permitir a las agencias cumplir con sus compromisos.

Para solucionar esto se idearon dos sistemas. Por un lado, se decidió que todos los certificados de títulos en papel se depositaran en un solo lugar. Además, se automatizaría el proceso mediante la creación de registros electrónicos de todos los títulos y de las transacciones que los afectarían<sup>401</sup>. Uno de los obstáculos para la completa desmaterialización de los títulos era la legislación de los diferentes estados de la Unión que obligaba a los custodios de títulos a emitir certificados en papel a requerimiento de cualquier inversor<sup>402</sup>.

No obstante ello, la New York Stock Exchange creó, en 1968, un servicio central de certificados, el cual transfería los certificados electrónicamente, eliminando el manejo físico del papel, y mantenía un registro del total de acciones detentadas por los miembros del mercado. Se pretendía eliminar hasta el 75% del manejo físico de los certificados, pero, al ser voluntario, resultó que muchos agentes se negaron a utilizarlo. En 1970 el

---

<sup>401</sup> Existía un antecedente de este sistema utilizado por Wiener Giro und Cassen-Verein, entidad creada por la Bolsa de Valores de Viena en 1872 (cfr. Milne, Alistair, “*Competition and the Rationalization of European Securities, Clearing and Settlement*”, en Mayes, David y Wood, Geoffrey E., “*The Structure of Financial Regulation*”, Routledge International Studies in Money and Banking, New York, 2007, pág. 401.

<sup>402</sup> Recuérdese que la materia societaria es competencia de los estados y no del gobierno federal. Eventualmente, la mayoría de los estados cambió sus leyes societarias en esta materia (cfr., por ejemplo, la *Delaware General Corporation Law*, incorporada al *Delaware Code*, Título 8, Capítulo 1, Subcapítulo V, Sección 151). Bajo estas disposiciones, una sociedad puede emitir acciones representadas en certificados o no representadas. Los derechos de los accionistas de uno u otro tipo deben ser idénticos). Los instrumentos derivados tales como futuros y opciones se basan en contratos más que en certificados. Los bonos del gobierno de los Estados Unidos están totalmente desmaterializados.

servicio se extendió a la American Stock Exchange. En 1973 este sistema fue reemplazado por The Depository Trust Company, una entidad privada de titularidad de bancos y agentes líderes en el mercado. Tanto éstos, como la SEC, veían en este sistema una medida temporaria y aspiraban a una desmaterialización total de los títulos. Paulatinamente, más y más agentes empezaron a utilizar el sistema.

Otra medida que se diseñó para paliar la crisis del papel fue el de compensación multilateral y dio lugar a la creación de la National Securities Clearing Corporation en 1976, entidad también privada.

Tanto las entidades de compensación, como las de depósito de títulos son organizaciones autorreguladas que deben registrarse en la SEC. Las compañías compensadoras comparan transacciones, las compensan entre sí y emiten instrucciones a las entidades depositarias de títulos para la liquidación automática de esas operaciones. Frecuentemente actúan como intermediarias en las liquidaciones. La compensación puede realizarse para cada operación en particular o para múltiples operaciones sea bilateralmente entre dos contrapartes o multilateralmente entre todos los miembros de la entidad compensadora, en cuyo caso se obtienen los resultados netos que reflejan las operaciones de un día determinado o la totalidad de las operaciones a una fecha determinada (liquidación por compensación continua). La mayoría de las operaciones en valores en los Estados Unidos se compensan y liquidan mediante sistemas continuos. Estos sistemas “netean” todas las obligaciones de entrega de títulos y todas las obligaciones de pago de los participantes. La entidad compensadora entonces notifica a aquéllos sobre sus obligaciones de entrega de títulos o de pago cada día. Además, la entidad compensadora garantiza el cumplimiento de todas las transacciones y se interpone como contraparte tanto frente al vendedor, como frente al comprador. Se trata, en gran medida, de sistemas electrónicos automáticos.

En la actualidad, las entidades compensadoras que actúan en los mercados de los Estados Unidos son: la ya mencionada National Securities Clearing Corporation, la Fixed Income Clearing Corporation y The Options Clearing Corporation.

A su vez, The Depository Trust Company es la principal entidad depositaria de

títulos en los Estados Unidos<sup>403</sup>.

#### 7.- Agencias calificadoras de riesgo.

Para poder operar en los mercados norteamericanos una agencia calificadora de riesgo debe estar registrada en la SEC como una organización de calificación estadística reconocida a nivel nacional (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, NRSRO). La regulación de estas entidades privadas comenzó en 1975. A principios de la década de 1980 existían siete agencias autorizadas, número que, luego de las fusiones de los noventa, se redujo a seis y luego a tres en el 2003<sup>404</sup>. En la actualidad existen otras seis compañías registradas<sup>405</sup>.

Hasta el año 2006, no existió una regulación orgánica de la materia, si no que la SEC otorgaba las autorizaciones caso por caso. En ese año el Congreso Federal sancionó la Ley de Agencias Calificadoras de Riesgo (*Credit Rating Agency Reform Act*), que exigió a la SEC que estableciera pautas claras para determinar cuándo una agencia calificaba como NRSRO, al tiempo que la facultaba para regular los procesos internos de dichas entidades en relación con sus registros y el manejo de los potenciales conflictos de intereses. Sin embargo, la ley prohibió expresamente a la SEC regular los métodos de calificación.

La Ley Dodd-Frank reforzó las facultades de la SEC de hacer cumplir sus regulaciones y agregó varios requisitos que las NRSRO deben cumplir, tales como deberes de suministrar mayor información y de hacer públicos sus métodos de calificación. La ley requirió a las autoridades regulatorias que revisaran sus cuerpos de normas a fin de eliminar cualquier referencia a agencias calificadoras de riesgo y

---

<sup>403</sup> En 1999, The Depository Trust Company y la National Securities Clearing Corporation se combinaron para crear The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), que es, además, propietaria de la Fixed Income Clearing Corporation. En 2011, DTCC procesó transacciones por un valor de 1.000.000.000.000 de dólares, transformándose en la compañía financiera procesadora de valores más grande del mundo.

<sup>404</sup> Las llamadas “Big Three”: Moody’s, Fitch y Standard & Poors.

<sup>405</sup> Cfr. el sitio web de la SEC: <https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html>.

reemplazarlas por otras alternativas. Se buscaba así eliminar cualquier requisito legal que exigiera el dictamen de una calificadora. Aunque en las normas reguladoras del mercado de valores no existía casi la obligación de obtener el dictamen de una agencia, la SEC decidió utilizar una definición de “valor crediticio” para reemplazar el uso de calificaciones de riesgo en el caso de los fondos de dinero (que sí contenían esa obligación). Así, en el año 2015, el organismo regulador modificó su Regla 2a-7 e incluyó como requisito de un valor que puede ser adquirido por un fondo de inversión el que “presente mínimos riesgos crediticios para el fondo”<sup>406</sup>.

De todas maneras, las emisoras de títulos pueden seguir utilizando los dictámenes de las agencias, pero deben justificar su uso.

#### 8.- Los agentes y negociadores en los mercados.

(A) En general.

La regulación de los agentes o intermediarios en el mercado puede remontarse a las normas sobre permisos dictadas en Londres, en el siglo XIII. Esta regulación se mantuvo inalterable hasta el siglo XVII, en que diversos escándalos con valores obligaron a las autoridades a dictar normas de protección de los inversores hacia el fin de dicho siglo. En los Estados Unidos, varios estados dictaron normas semejantes. Por ejemplo, en 1829, como reacción a cierta fiebre especulativa, el estado de Nueva York promulgó la Ley sobre Intermediación en Valores (*Stock Jobbing Act*)<sup>407</sup>, diseñada para controlar las formas más ocultas de especulación financiera. Estas normas, y otras similares, resultaron insuficientes para los objetivos que se habían planteado los legisladores. De hecho, no existió una regulación integral de los intermediarios en los Estados Unidos hasta la sanción de la Ley de Mercados de Valores de 1934<sup>408</sup>. Como se dijo, esta ley, entre otras

---

<sup>406</sup> Lo que no deja de tener el inconveniente de su vaguedad como expresión. La SEC ha emitido pautas que pueden usarse como guía para determinar cuándo un título valor presenta mínimos riesgos crediticios.

<sup>407</sup> *Jobber* es aquél que compra bienes para revenderlos al por menor. Es diferente al *broker*, que es propiamente quien compra o vende en representación de otro.

<sup>408</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 364.

cosas, creó la SEC y encargó a este ente la regulación de los mercados. Con el tiempo, se desarrolló un vasto cuerpo de normas emitidas por dicho organismo, así como por las propias instituciones del mercado y la Asociación Nacional de Negociadores en Valores (*National Association of Securities Dealers, NASD*)<sup>409</sup>, que son entidades privadas, se consideran organizaciones autorreguladas (*self-regulatory organizations, SROs*) y son, a su vez, supervisadas por la SEC.

En el régimen actual, existen tres tipos de actuación en los mercados de valores: como agente (*broker*), como negociador (*dealer*) o como asesor de inversiones (*investment adviser*). La Ley de Mercados de Valores de 1934 define a los agentes como “... *aquella persona cuyo negocio es realizar transacciones en valores por cuenta de terceros*” (Sección 3(a)(4))<sup>410</sup>. Por su parte, un negociador es definido como “... *aquella persona cuyo negocio es comprar y vender valores por cuenta propia*” (Sección 3(a)(5))<sup>411</sup>. Finalmente, la Ley de Asesores de Inversiones (*Investment Advisers Act*) de 1940 define al asesor de inversiones como “... *aquella persona cuyo negocio es asesorar a otros, mediante una remuneración, en relación con la conveniencia de invertir o adquirir o vender valores*”<sup>412</sup>. Aquellos agentes-negociadores (*broker-dealers*) que además brindan asesoramiento como parte de sus actividades están fuera de esta definición.

La Ley de Mercados de Valores de 1934 dispone que ninguna persona puede realizar actividades como agente o negociador a menos que esté registrado como tal en la SEC, salvo que realice sólo transacciones intraestatales (es decir, que no abarquen dos o más estados) o lo haga sólo en relación con valores excluidos del régimen (Sección 15(a)). La SEC puede suspender o revocar el registro o imponer una censura (*censure*) al agente o negociador si éste ha violado alguna disposición legal o incurrido en inconducta.

En lo que se refiere a la regulación de los deberes de estos profesionales en

---

<sup>409</sup> Hoy Autoridad de Regulación de la Industria Financiera (*Financial Industry Regulatory Authority, FINRA*).

<sup>410</sup> Traducción del autor.

<sup>411</sup> Ídem.

<sup>412</sup> Ídem.

relación con los inversores, la SEC ha focalizado su atención en dos grandes áreas: (a) los conflictos entre los deberes hacia sus clientes y sus propios intereses comerciales; y (b) la negociación o la recomendación sobre inversión en valores en ausencia de información adecuada sobre el emisor<sup>413</sup>. Los incumplimientos en estas áreas han dado lugar a demandas judiciales por parte de clientes perjudicados y a sanciones disciplinarias por parte de la SEC.

La regulación en estos puntos incluye la exigencia de prácticas justas de mercado, la prohibición de conductas fraudulentas y requerimientos de capital mínimo para los profesionales con el fin de minimizar el riesgo de insolvencia. El objetivo general es asegurar la existencia de mercados ordenados.

Como se dijo, la regulación de la SEC ha sido complementada por un sistema de autorregulación. La Ley de Mercados de Valores de 1934 delega en las bolsas nacionales de valores y en diversas asociaciones nacionales parte importante de la autoridad sobre sus miembros, incluyendo las facultades de expulsarlos, suspenderlos o sancionarlos por determinadas conductas o por una conducta inconsistente con justos y equitativos principios comerciales. Para poder ejercer esta autoridad, la bolsa o asociación debe estar registrada en la SEC, quien, a su turno, tiene poderes de supervisión sobre los procedimientos disciplinarios de dichas instituciones, así como sobre sus normas internas<sup>414</sup>.

Como norma general, un profesional, agente o negociador, debe convertirse en miembro de una o más bolsas de valores para poder realizar transacciones en ellas y debe también ser miembro de FINRA, única asociación de profesionales registrada en la SEC, para realizar transacciones en el mercado *over-the-counter* o como un agente minorista.

Las distintas bolsas de valores, de las cuales la NYSE es, por lejos, la más grande e importante, han dictado y hecho cumplir un vasto cuerpo de normas destinadas a regular la conducta de sus miembros. Estas normas pueden agruparse en dos categorías: las relativas a las transacciones en esa bolsa en particular, y las concernientes a las

---

<sup>413</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 368.

<sup>414</sup> En forma muy similar al sistema imperante en la Argentina hasta la sanción de la LMC.



operaciones internas de sus miembros en relación con sus clientes.

En el primer grupo pueden encontrarse normas sobre admisión de títulos a cotización, su baja o suspensión, obligaciones de las sociedades emisoras, ofertas y pujas en el recinto de la bolsa, actividades de los especialistas o hacedores de mercado, transacciones por cuenta propia por parte de miembros de la bolsa, condiciones en las que se pueden realizar transacciones en valores cotizados fuera del ámbito de la bolsa, compensación y liquidación de operaciones y reglas sobre gobierno y administración de la propia bolsa.

En el segundo grupo se encontrarán normas relacionadas con la forma y organización de los agentes/negociadores, así como sobre sus funcionarios, empleados y socios, administración de las cuentas de los clientes, publicidad, y estados contables e informes.

En el caso de profesionales que sean miembros de más de una bolsa, existe cierta jerarquía en relación con la responsabilidad regulatoria. Por ejemplo, la NYSE tiene principalmente a su cargo la regulación de los asuntos internos de todos sus miembros, aunque sean miembros de otras bolsas. Éstas tendrán facultad supervisora sobre aquellos de sus miembros que no sean miembros de la NYSE.

Originalmente, la SEC tenía facultades para suspender o dar de baja del registro a las bolsas de valores o a miembros de éstas, a suspender la cotización de determinados títulos o para exigir cambios en las normas internas de las bolsas. A partir de 1975, las facultades de aprobación previa de la SEC se extendieron también a la aprobación de cualquier cambio en dichas normas internas, así como a la revisión de las medidas disciplinarias adoptadas por las bolsas en relación con sus miembros. Incluso, las bolsas de valores no pueden imponer comisiones mínimas, ni otras medidas que alteren la competencia en los mercados.

En relación con FINRA, también tiene la obligación de tener normas internas diseñadas para prevenir prácticas fraudulentas y manipuladoras y para promover justos y equitativos principios comerciales en relación con el mercado *over-the-counter*. De esta manera, FINRA posee un importante cuerpo de “Reglas sobre Prácticas Justas”. Entre ellas pueden mencionarse la que prohíbe a un negociador recomendar valores a menos

que tenga razones para creer que dicho título es apropiado para la situación financiera del cliente y sus necesidades; los procedimientos para revisar la compensación de los agentes que intervienen en la oferta, así como las destinadas a asegurar que sus miembros efectúen una oferta pública de buena fe de valores; y las concernientes a la ejecución de órdenes en el mercado *over-the-counter*, y el suministro de información a sus clientes.

Aunque este cuerpo de normas contiene reglas (así como interpretaciones) sobre qué prácticas de mercado se encuentran prohibidas, no se trata de una enumeración taxativa. FINRA puede invocar los principios generales antifraude, así como el concepto general de “justos y equitativos principios comerciales” (*just and equitable principles of trade*) para invalidar conductas impropias no específicamente definidas en sus normas internas o en las normas de la SEC<sup>415</sup>.

Además de la actuación directa de la SEC, las bolsas de valores y FINRA pueden investigar violaciones de sus miembros a alguna norma legal o interna y sancionar a dichos miembros. Estas entidades privadas tienen amplias facultades en este sentido, pero sus decisiones en la materia pueden ser revisadas por la SEC. Las decisiones de ésta, a su turno, pueden ser revisadas judicialmente por una corte federal de apelaciones. Este es el camino recursivo, debiendo agotarse la instancia previa ante la bolsa o FINRA antes de acudir a la SEC, quedando luego de la decisión de ésta la vía judicial.

Incluso, las bolsas, FINRA y sus empleados gozan de cierta inmunidad en relación con demandas judiciales por daños como consecuencia de irregularidades en el proceso sancionatorio<sup>416</sup>. Sólo en caso de abuso de autoridad los tribunales han revocado decisiones de la SEC aprobando sanciones impuestas por las bolsas o FINRA.

#### (B) Régimen federal vs. Régimen de los estados.

En 1996 el Congreso Federal aprobó la Ley de Mejoramiento de los Mercados Nacionales de Valores (*National Securities Markets Improvement Act*) que, entre otras

---

<sup>415</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág 372.

<sup>416</sup> Así lo ha decidido la jurisprudencia por ejemplo en “D'Alessio c. New York Stock Exchange, Inc.”, fallado el 19-07-2001, por la Cámara Federal de Apelaciones del Segundo Circuito (disponible online en <http://caselaw.findlaw.com/us-2nd-circuit/1303891.html>).

cosas, quitó a los estados miembros de la Unión la facultad de regular ciertas áreas de la actividad de los agentes-negociadores. Específicamente, los estados no pueden imponer regulaciones sobre los requerimientos de margen, de capital neto, sobre el registro de operaciones o las obligaciones de información. A pesar de esta preeminencia de la normativa federal, los estados aún juegan un papel significativo en la regulación de los agentes-negociadores, por ejemplo, en relación con requisitos de registro en bolsas o mercados regionales.

(C) Hacedores de mercado en el NASDAQ y los mercados OTC.

Un hacedor de mercado es una persona o empresa designada por una institución del mercado con el fin de garantizar la liquidez de las transacciones en el mercado secundario y atemperar las oscilaciones de precios. El hacedor de mercado debe estar siempre dispuesto a comprar o a vender un determinado valor de manera regular y continua a un precio públicamente disponible. En mercados como el NASDAQ cada valor debe tener al menos tres hacedores de mercado. Es responsable de proponer un precio de compra y otro de venta. El inversor siempre encontrará un mercado para el título adquiriéndolo de, o vendiéndolo al, hacedor de mercado quien obtiene su ganancia por la diferencia entre los precios de compra y venta (*spread*). Para ello debe tener siempre en cartera una cantidad suficiente de títulos respecto de los cuales “hace” el mercado.

Están supervisados por la SEC y FINRA que les imponen varias obligaciones, como la de publicar cotizaciones confiables que no sean el resultado de una manipulación del mercado y que debe luego respetar en sus operaciones.

Cuando existen varios hacedores de mercado, la mejor cotización nacional representa el mejor precio disponible, lo que naturalmente varía segundo a segundo.

Las bolsas de valores utilizan el modelo de subastas en que se hacen coincidir los clientes que buscan vender títulos con los que desean comprar. Se trata de mercados centralizados, dirigidos por órdenes. Los mercados OTC (*over-the-counter*) son mercados no centralizados y están dirigidos por precios. De ahí que, para mantener un mercado secundario para los valores ciertos negociadores operan como hacedores de mercado, comprando y vendiendo por cuenta propia.

Con el propósito de promover una ejecución más eficiente de las órdenes de los

clientes y una mejor determinación de los precios, así como para eliminar potenciales conflictos de intereses, FINRA prohíbe a los hacedores de mercado negociar más allá de ciertas órdenes de sus clientes. Debe tenerse presente que un hacedor de mercado, además de negociar por cuenta propia, puede hacerlo por cuenta de sus clientes o por cuenta de otros negociadores. Eso genera un potencial conflicto de interés entre su estatus de hacedor de mercado de determinados valores y su condición de agente por cuenta ajena. Así, la jurisprudencia ha decidido que un agente-negociador que recomienda invertir en determinado título sin hacer saber su condición de hacedor de mercado ha incurrido en una declaración falsa sustancial que da lugar a su responsabilidad civil<sup>417</sup>.

Por otro lado, la Regla 10b-10, de la SEC, establece que será ilegal para un agente o negociador realizar una transacción para cualquier cliente o inducir a la compra o venta de un valor sin informar que el agente está actuando por cuenta del cliente o de alguien más, o si el agente está actuando como hacedor de mercado o por cuenta propia. Esta información debe ser clara y el agente debe asegurarse que el cliente la entiende.

Como se advierte, la actividad de los hacedores de mercado los pone en control de los precios, en los mercados no centralizados. De ahí que exista un gran potencial para prácticas de manipulación, el que se incrementa cuando existe un solo hacedor de mercado para un título determinado. Es por eso por lo que esa actividad es supervisada estrechamente por las autoridades regulatorias. FINRA está permanentemente verificando que los hacedores de mercado no estén manipulando precios. Este control de los precios del mercado no constituye en sí una violación a la Ley de Mercados de Valores de 1934. Sin embargo, como se vio, el hacedor de mercado debe informar a su cliente que actúa como tal y que, por lo tanto, ejerce ese control.

(D) Los especialistas y hacedores de mercado en las bolsas de valores.

La sección 11(a), de la Ley de Mercados de Valores de 1934, prohíbe a los miembros de una bolsa de valores realizar transacciones por cuenta propia, con ciertas excepciones determinadas, tales como las que se realizan como hacedor de mercado, operaciones de estabilización con relación con distribuciones de valores y operaciones de

---

<sup>417</sup> Cfr. “Chasins c. Smith, Barney & Co.”, sentencia del 7-7-1970, de la Cámara Federal de Apelaciones del Segundo Circuito (disponible online en: <https://h2o.law.harvard.edu/cases/4578>).

arbitraje de buena fe, entre otras.

Tradicionalmente, la preocupación de los reguladores se ha focalizado en tres categorías de transacciones realizadas por agentes: (a) las realizadas en o fuera del recinto de la bolsa o mercado (*floor trading* y *off-floor trading*, respectivamente); (b) las llevadas a cabo por agentes respecto de pequeños lotes de valores<sup>418</sup>, y (c) las realizadas por hacedores de mercado, también llamados, en el caso de las bolsas de valores, especialistas.

El auge de los inversores institucionales ha hecho que se preste atención a otras dos clases de transacciones: (a) las realizadas por hacedores de mercado en operaciones con grandes bloques de títulos (*block positioning*<sup>419</sup>); y (b) las realizadas por cuenta de los inversores institucionales.

(E) Transacciones en y fuera del recinto.

Las transacciones en el recinto de una bolsa de valores fueron, tradicionalmente, la forma de operar de los agentes y negociadores. Con el tiempo, eso iría cambiando. Si bien en 1945 la SEC adoptó algunas restricciones, la situación se mantuvo inalterada hasta 1963, año en que una comisión especial dedicada al estudio de los mercados de valores concluyó que operar en el recinto era un vestigio de la época anterior a 1934 y, por lo tanto, debía ser abolida. En 1964, la SEC adoptó una regla que prohibía a los agentes/negociadores negociar en un recinto, a menos que lo hicieran conforme a un plan adoptado por la bolsa y aprobado por el organismo regulador. La NYSE, poco después, adoptó un plan, que fue luego aprobado, mediante el cual se exige a los agentes/negociadores que operan en el recinto que se registren a ese fin en la bolsa, que

---

<sup>418</sup> *Odd-lot dealers*. Un *odd-lot* es un lote de menos de cien títulos. Normalmente, las órdenes se ejecutan en uno o más lotes de cien (*round lot*).

<sup>419</sup> Los inversores institucionales operan con grandes volúmenes de títulos (diez mil o más), lo que muchas veces pone a prueba los mecanismos institucionales del mercado. Si un agente tiene un cliente, inversor institucional, que desea vender, por ejemplo, cien mil títulos de determinada acción, pero sólo encuentra compradores por ochenta mil, el mismo agente tomará los veinte mil títulos restantes (se posicionará) y luego los venderá en el período de tiempo en que pueda absorberlos el mercado. Esta operación se denomina tomar posición de un bloque de títulos o *block positioning*. El agente generalmente se cubre de esa posición “larga” mediante opciones o ventas a corto plazo.

mantengan un capital mínimo y que aprueben un examen de calificación, además de otras restricciones.

Se denominan transacciones fuera del recinto (*off-floor trading*) aquellas que se deciden en las oficinas de los agentes mediante sistemas informáticos. Son, proporcionalmente, mucho mayores que las realizadas en el recinto.

(F) Especialistas y hacedores de mercado designados.

Tradicionalmente los llamados especialistas han ocupado un doble papel, único por sus características, en las operaciones de la NYSE y otras bolsas de valores. En primer lugar, un especialista actuaba como un agente de agentes, manteniendo un registro en el que otros agentes podían dejar órdenes limitadas de sus clientes<sup>420</sup>. Además, el especialista actuaba como un hacedor de mercado para los títulos que tenía asignados, comprando o vendiendo valores a otros agentes cuando no existían en su registro órdenes de clientes con las que calzarlas.

Esencialmente, el sistema de especialistas se basaba en un continuo mercado de pujas entre agentes en el que aquéllos eran responsables por la calidad del mercado de títulos en que se especializaban. Tenían el deber de mantener un mercado justo y ordenado, lo que había sido definido por la SEC como aquél que no se ve alterado por manipulaciones o engaños y se caracteriza por el establecimiento de precios confiables. Con este fin, debían, por un lado, asegurar la mejor ejecución de las órdenes de los clientes, con la mínima intervención de negociadores, y, por el otro, asegurar la oferta y demanda de títulos. Llenaban esos deberes participando en el mercado como intermediarios entre dos órdenes complementarias y por su cuenta cuando no existía una parte compradora o vendedora, siempre priorizando su obligación de mantener un mercado justo y ordenado por sobre sus propios intereses.

En 2008, la NYSE reemplazó el tradicional sistema de especialistas por uno nuevo centrado en “hacedores de mercado designados” (*designated market makers*). Esto implicó un cambio sustancial en la forma de operar. Por un lado, se eliminó la prioridad

---

<sup>420</sup> *Limit orders*, esto es, órdenes de comprar o vender a un precio al cual no pueden ser ejecutadas de inmediato.

que tenían los especialistas en la ejecución de órdenes. A partir del nuevo sistema, los hacedores de mercado designados reciben la misma información al mismo tiempo, en paridad con los demás participantes en el mercado. Como resultado de ello, los nuevos hacedores de mercado tienen mayor libertad para operar por cuenta propia<sup>421</sup>.

(G) Ejecución de órdenes de clientes.

Asegurar la justa ejecución de las órdenes de los clientes siempre ha sido una de las preocupaciones fundamentales de la SEC. Las órdenes de los clientes pueden ser variadas. Una típica orden de mercado instruye al agente (a través de un negociador en el recinto o un hacedor de mercado) para que ejecute una orden al precio del mercado. El agente-negociador tiene la obligación de ejecutar de la mejor manera posible esa orden. Otro tipo de orden muy común es la que no refiere al precio del mercado, si no que establece mínimos y/o máximos de precios (*limit order*). En este caso, los agentes-negociadores también tienen deberes, por ejemplo, en relación con las prioridades de las órdenes limitadas. Las normas de la SEC prohíben al agente-negociador operar más allá de esas órdenes, es decir, priorizando operaciones por su propia cuenta.

Durante los años noventa existió en los Estados Unidos una creciente preocupación sobre si los agentes-negociadores, especialmente en los mercados *over-the-counter*, estaban ejecutando las órdenes de sus clientes de la mejor manera posible. Se temía que aquéllos y los hacedores de mercado estuvieran manipulando el mercado para incrementar los márgenes entre los precios de compra y de venta. Investigaciones de la SEC confirmaron esta hipótesis, lo que dio lugar a la sanción de la Regla 11Ac1-4, llamada la “regla de exhibición” (*display rule*), que exigió a los hacedores de mercados y especialistas publicar el precio y volumen completos de las órdenes limitadas de clientes que reflejaran intereses de compra o de venta a un precio mejor que el de aquéllos. Asimismo, la Regla 11Ac-1-1 requirió la publicación de los mejores precios a los que los hacedores de mercado y especialistas operaban en el mercado.

La jurisprudencia extendió este deber de “mejor ejecución de órdenes” a otros

---

<sup>421</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, págs. 393 y 394.

sujetos, tales como los asesores financieros<sup>422</sup>.

Este deber resulta claro para los agentes-negociadores en las bolsas de valores, pero la doctrina y la jurisprudencia no son contestes sobre si se extiende a los intermediarios regulados por FINRA<sup>423</sup>.

(H) Los deberes de los agentes-negociadores frente a sus clientes.

Existen varias prohibiciones en las normas de la SEC y de FINRA en relación con determinadas conductas de los agentes-negociadores, como, por ejemplo, la Regla de la SEC 15c1-2 que prohíbe en general prácticas fraudulentas, manipuladoras o engañosas de esos intermediarios en relación con transacciones con valores. Asimismo, estos profesionales, así como sus empleados, se encuentran sujetos a la Regla de la SEC 10b-5, norma general que prohíbe conductas engañosas de cualquier participante en los mercados en relación con la compra o venta de títulos.

Entre las conductas que han sido tradicionalmente consideradas violatorias de las normas federales están la manipulación del mercado, las tácticas agresivas de venta, las recomendaciones engañosas de inversión, las comisiones excesivas no informadas, la realización de transacciones prohibidas, la incorrecta ejecución de órdenes, el otorgamiento incorrecto de créditos para operaciones con valores y el mal uso de los fondos o los títulos de propiedad de los clientes.

De todas maneras, hay que entender que no existe un catálogo de conductas prohibidas. La SEC ha sostenido tradicionalmente que la violación de las normas

---

<sup>422</sup> “Portfolio Advisory Services, LLC y Cedd L. Moses”, Resolución Administrativa de la SEC (*Release*) No. 2038, del 20/06/2002. Disponible online en: <https://www.sec.gov/litigation/admin/ia-2038.htm>.

<sup>423</sup> En el caso “Newton v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.”, fallado el 30/01/1998, la Cámara Federal de Apelaciones del Tercer Circuito, si bien en el caso concreto rechazó la demanda de responsabilidad contra los agentes, recordó que todo agente-negociador debe realizar esfuerzos razonables para maximizar los beneficios económicos de su cliente en cada transacción (disponible online en: <https://h2o.law.harvard.edu/cases/4086>). Al existir en la actualidad un sistema nacional totalmente integrado de cotizaciones es difícil que la cuestión vuelva a surgir, pues todos los precios que puede obtener el agente-negociador están disponibles electrónicamente.



federales sobre valores no se limita al incumplimiento de una norma en particular, si no que incluye cualquier conducta que resulte engañosa o manipuladora del mercado.

Además de las normas de la SEC, las bolsas de valores y otros mercados tienen sus propios estándares de conducta para los agentes-negociadores que intervienen en ellos, siempre teniendo como fin respetar justos y equitativos principios de negociación.

De todas maneras, por fuera de lo previsto en las leyes y normas federales, ya sea expresamente o a través de reglas generales, el sistema norteamericano hace derivar del derecho común (*common law*) determinados deberes fiduciarios de los agentes-negociadores frente a sus clientes. Pese a algunos fallos en contrario, la jurisprudencia se inclina a favor de la existencia de estos deberes fiduciarios<sup>424</sup>. Se entiende en general que la relación intermediario - cliente implica por parte de éste depositar su fe y su confianza en el profesional.

A consecuencia de la crisis de 2008, la Ley Dodd-Frank delegó en la SEC la decisión de incrementar la regulación de los agentes-negociadores, a través, por ejemplo, de la emisión de reglas que establezcan expresamente deberes fiduciarios de los profesionales frente a sus clientes o que incrementen sus obligaciones de suministrar información a éstos. En el año 2013, la SEC emitió reglas que se focalizaron en reforzar la integridad de los fondos y valores de propiedad de los clientes en poder de los profesionales en caso de incumplimiento o insolvencia de éstos. Asimismo, la SEC inició en el 2017, un proceso para dictar reglas relativas a estándares de conducta de los intermediarios, siguiendo los lineamientos de la Ley Dodd-Frank. En junio de 2019, la SEC emitió la regla 240.15/-1 (denominada *best interest obligation*) mediante la cual estableció que cualquier agente negociador, al momento de hacer una recomendación de inversión a un cliente minorista, deberá actuar teniendo en cuenta el mejor interés de dicho cliente, sin poner sus intereses por encima. Asimismo, se pone en cabeza de los agentes un deber de diligencia al hacer recomendaciones de inversión. Se establecen, además, normas para prevenir conflictos de intereses.

En relación con la responsabilidad de los agentes-negociadores, la doctrina y la jurisprudencia norteamericanas han desarrollado la llamada “teoría de la pizarra o del

---

<sup>424</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, págs. 400 y 401.

cartel” (*shingle theory*, *shingle* significa pizarra o teja) que sostiene que aquel agente que ofrece sus servicios a determinado cliente o evidencia algún otro signo de que ha iniciado un proceso comercial con aquél (“levantar una pizarra o un cartel”, *to hang up a shingle*), implícitamente garantiza que llevará adelante la transacción de que se trate de manera profesional y equitativa y, al mostrarse como un experto, deberá ser juzgado con un mayor estándar de exigencia (por ejemplo, en cuanto a recomendaciones de inversión).

Esta doctrina se complementa con los deberes de conocer al cliente y la transacción que también pesan sobre los agentes-negociadores.

(I) Los deberes de conocer al cliente y la transacción.

Los agentes que, incidentalmente, asesoran a sus clientes se encuentran en general fuera de la cobertura de la Ley sobre Asesores de Inversión de 1940 (a menos que estén registrados también como asesores bajo los términos de esta ley). Este asesoramiento entonces cae bajo la regulación de la Ley de Mercados de Valores de 1934, las normas de la SEC y las de las entidades autorreguladas.

Bajo la normativa mencionada, un agente-negociador no puede recomendar invertir en determinado valor a menos que tenga conocimiento real de las características y hechos relevantes en relación con dicho título y que dicha recomendación tenga sustento razonable en los datos disponibles. Así, cada vez que el profesional recomienda a un cliente una inversión se dice que implícitamente garantiza que ha hecho una seria investigación sobre la misma (*shingle theory*). Así lo ha entendido la jurisprudencia<sup>425</sup>.

Además de este deber, el agente-negociador debe evitar cualquier conflicto entre sus intereses y los de su cliente, por ejemplo, su recomendación no debe estar influida por incentivos o comisiones especiales.

Juntamente con el deber de conocer el título o instrumento financiero, el intermediario tiene deberes en relación con el conocimiento de su cliente. Estos deberes suelen denominarse, en la doctrina norteamericana, como la obligación de adecuación

---

<sup>425</sup> Cfr. “Alton Box Bd. Co. c/ Goldman, Sachs & Co.”, sentencia del 10/08/1977, Cámara Federal de Apelaciones del Octavo Circuito (disponible online en: <https://www.leagle.com/decision/19771476560f2d91611329>).

(*suitability*). Este deber, originado en las normas antifraude, implica que una recomendación de inversión a un cliente supone que dicha inversión es adecuada a los objetivos de inversión del cliente y a su condición.

En este sentido, la SEC ha establecido expresamente este deber de adecuación en la mencionada regla 240.15/-1 y se encuentra también regulado en la normativa de las entidades autorreguladas (bolsas de valores y FINRA). La violación de este deber suele acarrear severas sanciones administrativas para el intermediario. Por otro lado, una acción civil por daños sólo podrá ser iniciada por un cliente si la recomendación de inversión contiene, expresa o implícitamente, una declaración sustancialmente falsa del profesional en relación con los riesgos involucrados. Así lo ha entendido la jurisprudencia<sup>426</sup>.

La SEC y FINRA exigen que, al recomendar a un cliente la compra o venta de un determinado valor, el agente-negociador debe tener razonables motivos para creer que la recomendación es adecuada para ese cliente en base a la información obtenida por el intermediario a través de un proceso investigativo que permita determinar el perfil de inversión del cliente. Para ello, debe tenerse en cuenta su edad, otras inversiones que haya hecho, su situación financiera y sus necesidades, su situación impositiva, sus objetivos de inversión, su experiencia en inversión y su tolerancia al riesgo, entre otros factores. El agente debe también tener razonables motivos para creer que la cantidad de recomendaciones de inversión efectuadas dentro de un determinado período no es excesiva (Regla 2111 de FINRA y regla 240.15/-1 de la SEC). Se considera que el deber de adecuación se encuentra satisfecho si el cliente es un cliente institucional que ha indicado expresamente su intención de no acogerse a la protección acordada por la normativa mencionada y siempre que el agente-negociador tenga razonables motivos para creer que el cliente institucional es capaz de analizar los riesgos de inversión de manera independiente.

---

<sup>426</sup> En el caso “Keenan c. D.H. Blair & Co.”, fallado el 12-08-1993, el Tribunal Federal del Distrito Sur de Nueva York sostuvo que el actor que alegue la violación del deber de adecuación debe acreditar: (a) que la inversión era incompatible con sus objetivos de inversión; (b) que el agente recomendó esa inversión a pesar de ser incompatible; y (c) que el agente sabía o razonablemente creía que la inversión era inapropiada para el cliente (disponible online en: <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/838/82/2254863/>).

Por su parte, la NYSE ha adoptado las reglas de FINRA en este sentido.

Como límite a este deber de adecuación, la doctrina entiende que el agente-negociador no tiene un deber de actuar si la inversión ha sido elegida por el cliente y no en base a sus recomendaciones. Es decir, no existe un deber de proteger al cliente de sí mismo<sup>427</sup>.

La SEC, FINRA y la NYSE han adoptado también normas para prevenir los potenciales conflictos de intereses entre el agente o analista que hace una recomendación de inversión y la retribución que él o la firma a la que pertenece percibe por ese servicio. Las normas exigen que el agente o analista informe al cliente la compensación que recibe, como así también cualquier interés económico que pudiera tener y que pudiera afectar su independencia a la hora de efectuar la recomendación, incluyendo las propias inversiones del intermediario.

Una de las malas prácticas que pueden presentarse en los mercados por parte de los agentes-negociadores es la de adquirir un título antes de hacer una recomendación de compra de ese título a sus clientes, sabiendo que las compras harán subir su cotización. La Corte Suprema, en el caso “SEC c. Capital Gains Research Bureau, Inc.” (fallo del 9-12-1963), sostuvo que el no informar al cliente su intención de adquirir los mismos títulos que recomienda comprar implica de parte del agente-negociador un fraude o engaño bajo la Sección 206, de la Ley de Asesores de Inversión<sup>428</sup>. La jurisprudencia ha extendido esta doctrina considerando que esa omisión de informar también constituye un fraude bajo la Regla 10b-5, de la SEC<sup>429</sup>. Naturalmente, tal conducta también será violatoria de las normas de FINRA y la NYSE.

Otra de las prácticas que pueden resultar ilegales son las llamadas ventas agresivas (*high pressure sales*) por parte de los intermediarios. Constituyen ejemplos de estas

---

<sup>427</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 406.

<sup>428</sup> Disponible online en: <https://www.sec.gov/divisions/investment/capitalgains1963.pdf>.

<sup>429</sup> “Zweig c. Hearst Corporation Greenfield”, 21-07-1975, Cámara Federal de Apelaciones para el Noveno Circuito. Disponible online en: <https://openjurist.org/521/f2d/1129/zweig-v-hearst-corporation-greenfield>.

operaciones las llamadas telefónicas de larga distancia en que se presiona a un cliente a decidir la adquisición de un título, generalmente de alto riesgo, sin proporcionar la adecuada información y exagerando las posibles ganancias, que generalmente se prometen cuantiosas. Normalmente se dirige a personas que aún no son clientes del agente<sup>430</sup>.

Esta venta agresiva puede ser parte de una campaña de ventas de la firma de agentes o el resultado de altos incentivos a sus empleados para que vendan el mayor número posible de títulos<sup>431</sup>.

Estas maniobras suelen caer en la calificación de fraudulentas o manipuladoras del mercado, violando, por ejemplo, la Regla 10b-5 de la SEC en cuanto prohíbe a los agentes-negociadores efectuar declaraciones sustancialmente falsas o en cuanto manipula la voluntad del cliente para decidir la transacción. También violan los deberes de adecuación ya explicados.

Tanto FINRA, como la NYSE, tienen reglas que exigen a los intermediarios mantener registros de personas que han indicado su intención de no ser llamadas telefónicamente para recibir recomendaciones de inversión.

Finalmente, la SEC también ha considerado como engañosa y manipuladora la práctica, por parte de un inversor o agente-negociador, de transferir títulos a un tercero con el fin de ocultar la propiedad de esos títulos, generalmente con un pacto de retroventa (maniobra llamada *parking*).

(J) La insolvencia de los agentes-negociadores.

En los años 60', una gran cantidad de empresas de agentes experimentaron severos problemas de solvencia financiera. Dado que muchos inversores permiten que sus tenencias estén en cabeza de esas empresas, la insolvencia de éstas generaba un grave riesgo. Para hacer frente a estos riesgos, el Congreso sancionó en 1970 la Ley de

---

<sup>430</sup> Películas como “*Boiler Room*” (“El nuevo sueño americano”) o “El Lobo de Wall Street” ejemplifican bien estas tácticas.

<sup>431</sup> En ocasiones incluso han tenido su origen en apuestas entre los mismos agentes.

Protección del Inversor en Valores (*Securities Investor Protection Act*, SIPA), que creó la Corporación de Protección al Inversor en Valores (*Securities Investor Protection Corporation*, SIPC), una corporación sin fines de lucro supervisada por la SEC y formada por la mayoría de los agentes-negociadores registrados.

Este organismo tiene como función establecer y mantener un fondo para beneficio de los inversores perjudicados por la insolvencia de los agentes-negociadores.

La entidad es parte en los procesos de insolvencia del agente-negociador, regulados por la SIPA con algunas diferencias respecto de las leyes concursales generales (por ejemplo, no existe la posibilidad de reorganización de la empresa como alternativa a la liquidación).

La SIPC se financia por el aporte de sus miembros y puede proveer efectivo o títulos adeudados por el agente-negociador a sus clientes.

(K) Acciones judiciales contra agentes-negociadores o entidades autorreguladas.

En ocasiones puede ocurrir que el poder disciplinario de las entidades autorreguladas (bolsas de valores y FINRA) no sea suficiente o no alcance a prevenir el perjuicio a los inversores. En este caso se ha planteado la cuestión de si existe una acción civil por daños contra la entidad autorregulada por parte del inversor perjudicado. No existe previsión legal expresa en ese sentido, por lo que se trataría de una acción implícita. La jurisprudencia en general se inclina por negar la existencia de esa acción implícita<sup>432</sup>. Es claro que una mera negligencia en el ejercicio del poder de supervisión por parte de la entidad no resultaría suficiente para habilitar una acción de este tipo. Por lo demás, las entidades autorreguladas gozan de inmunidad contra acciones judiciales que cuestionen el ejercicio de su responsabilidad de supervisión<sup>433</sup>.

---

<sup>432</sup> Cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 418.

<sup>433</sup> Cfr. “*Sparta Surgical Corp. c. National Association of Securities Dealers*”, fallo del 6-11-1998, Cámara Federal de Apelaciones del Noveno Circuito. Disponible online en: <http://caselaw.findlaw.com/us-9th-circuit/1274659.html>. La Cámara, a pesar de reconocer que la conducta de los agentes había causado cuantiosos daños al actor, determinó que el sistema legal elegido por el Congreso Federal y plasmado en las leyes federales de valores, al conceder a las entidades autorreguladas la capacidad de dictarse sus propias

Naturalmente que la violación de reglas de las entidades autorreguladas puede dar lugar, a su vez, a la violación de normas federales, como la Regla antifraude 10b-5, de la SEC, cuya interpretación por parte de la jurisprudencia ha sido lo suficientemente amplia.

#### 9.- Compañías de Inversión.

##### (A) Introducción.

La Ley de Compañías de Inversión de 1940 (*Investment Company Act*, ICA) fue sancionada con el fin de proteger a los inversores que confían sus ahorros a personas que les brindan un servicio de administración y diversificación de inversiones. La más común de las compañías de inversión es el fondo mutual que es una compañía organizada para invertir en otras compañías a través de la tenencia de acciones. Los inversores que desean invertir en una compañía de inversión tienen poca protección a nivel de las leyes de los distintos estados de la Unión, la que sí otorga la ICA. Los activos de una compañía de inversión suelen consistir en efectivo, títulos de mucha liquidez y, en algunos casos, futuros y opciones<sup>434</sup>. Una sociedad comercial formada para proveer fondos destinados a ser invertidos en valores (incluyendo opciones sobre valores) normalmente será considerada una compañía de inversión y, salvo excepciones, estará sujeta a las leyes federales sobre valores, incluyendo la ICA, y las regulaciones de la SEC. Distinto es el caso de que la inversión sea en *commodities* o futuros y opciones sobre ellos, pues en ese caso la entidad estará sujeta a la regulación de la Comisión de Negociación en Futuros de Productos (*Commodity Futures Trading Commission*, CFTC).

Básicamente, la ICA exige el registro de las compañías de inversión e intenta

---

normas, tiene como consecuencia que éstas se vean libres de responsabilidad civil en lo que se refiere a su poder regulador. Naturalmente, esto puede ocurrir en un sistema como el norteamericano en el que no existe un cuerpo general de normas sobre responsabilidad civil como en los sistemas de cuño francés. En éstos, las normas comunes contenidas en los Códigos Civiles y/o Comerciales permitirían atribuir responsabilidad civil a las entidades autorreguladas por violaciones a sus deberes de supervisión a través, por ejemplo, de la llamada *culpa in vigilando*.

<sup>434</sup> Precisamente, la naturaleza altamente líquida de los activos de una compañía de inversión incrementa notoriamente el riesgo de abuso por parte de sus administradores, lo que llevó al Congreso Federal a la sanción de la ICA (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 428).

evitar los conflictos de intereses de los administradores. Su Sección 7 prohíbe a una compañía de inversión no registrada participar de cualquier forma de comercio entre estados<sup>435</sup>. Se prevén sanciones penales para el caso de violación dolosa de las disposiciones de la ley y los contratos celebrados por compañías de inversión no registradas se consideran sin valor.

La norma prohíbe también a las compañías de inversión, agentes-negociadores o agentes de colocación de títulos vender o de otra forma disponer, a sabiendas, acciones de una compañía de inversión cuando el resultado de la transacción coloque a la compañía de inversión en situación de violar las disposiciones antes mencionadas.

(B) Compañías de inversión, asesores y agentes de colocación.

En cuanto a sus funciones, una compañía de inversión ha sido definida como un mecanismo, un conjunto de valores que pertenecen a los miembros del fondo. Los inversores dependen del manejo prudente de los activos de la compañía por parte de sus administradores. Éstos suelen contar con el asesoramiento de expertos en inversiones que tienen un vínculo contractual con la compañía de inversión. Con frecuencia, el asesor de inversiones es el fundador de la compañía de inversión, que designa sus directores y provee sus fondos iniciales<sup>436</sup>. Como esta relación estrecha se presta a abusos, la Sección 15, de la ICA exige un contrato por escrito entre el asesor (que puede ser una sociedad comercial) y la compañía de inversión, contrato que debe ser aprobado por los accionistas de esta última. Esta misma Sección también exige que se celebre un contrato por escrito entre la compañía de inversión y el o los agentes de colocación de títulos<sup>437</sup>, aunque en la práctica muchas compañías de inversión venden directamente al público, sin la

---

<sup>435</sup> La actividad interestatal es normalmente el fundamento de la legislación federal. En principio, cualquier actividad que se desarrolle sólo dentro de un estado es materia de la legislación de dicho estado.

<sup>436</sup> De hecho, en la práctica, la mayoría de las compañías de inversión son manejadas por el asesor. Los directores actúan como supervisores de la conducta del asesor en beneficio de los accionistas de la compañía.

<sup>437</sup> Dicho contrato debe ser aprobado por la mayoría de los accionistas de la compañía de inversión con derecho a voto (Sección 15(a)).



intermediación de un agente de colocación<sup>438</sup>. Sin embargo, el rol de los agentes de colocación sí es importante en el período inicial de la vida de la compañía de inversión, en el que se exige que no más de veinticinco personas “responsables” deben formular compromisos irrevocables de adquirir al menos un valor total de cien mil dólares en acciones de la compañía de inversión con anterioridad a cualquier emisión. La Sección 10, de la ICA, también exige que, al contratar a un agente de colocación, el directorio de la compañía de inversión no esté conformado por una mayoría de personas relacionadas con dicho agente.

(C) Administración de las compañías de inversión.

A diferencia de las leyes de 1933 y 1934, la Ley de Compañías de Inversión establece normas sustanciales respecto de la estructura de administración de estas compañías.

Así, la ICA impone requisitos sobre independencia de los directores de una compañía de inversión con el fin de que aquéllos actúen como supervisores, protegiendo los intereses de los socios contra abusos de los asesores de inversión y otros sujetos. Estas reglas de independencia se suman a las impuestas por las demás leyes federales sobre valores, por ejemplo, y especialmente, la llamada Ley Sarbanes-Oxley de 2002<sup>439</sup>.

La SEC exige además que los directores informen a los accionistas de la compañía de inversión sobre su condición de manera que éstos puedan evaluar su carácter independiente o no.

Los deberes y obligaciones de los directores de una compañía de inversión son aquellos previstos en las leyes societarias de cada estado y en el *common law*, conforme lo determina la jurisprudencia<sup>440</sup>. La Ley de Compañías de Inversión establece, además,

---

<sup>438</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 430.

<sup>439</sup> Que exige, entre otras cosas, que las compañías de capital abierto y, en el caso de las compañías de inversión, además, sus asesores, adopten un código de ética.

<sup>440</sup> La responsabilidad de los directores o funcionarios de la compañía de inversión no puede ser objeto de cláusulas de indemnidad contenidas en los estatutos de ella. Tampoco los asesores de inversión pueden pactar exclusión alguna de su responsabilidad en los contratos de asesoramiento.

que los asesores de inversión de una de estas compañías tienen un deber fiduciario hacia la compañía que asesoran, es decir, deben actuar en su interés (Sección 36(b)).

Los directores tienen además el deber de supervisar la actuación de los asesores. Normalmente, los directores tienen derecho a confiar en las afirmaciones y declaraciones de los demás funcionarios de la compañía. Sin embargo, pesa sobre los administradores un deber implícito de requerir más información cuando son alertados o tienen conocimiento o deberían tener conocimiento de un potencial conflicto de intereses entre los asesores de inversión y los inversores<sup>441</sup>.

El apartado (a), de la mencionada Sección 17, prohíbe la venta de valores a una compañía de inversión por parte de una afiliada, de un promotor, de un agente de colocación de dicha compañía o de una afiliada de estos últimos, salvo el caso de rescate de participaciones. También se prohíbe a esas mismas personas adquirir valores de una compañía de inversión o de una compañía controlada por ella o de una controlada afiliada de ella, salvo la compra de participaciones cuando el vendedor es quien las emite.

El apartado (f) exige que los valores de propiedad de una compañía de inversión estén depositados en un banco, en una bolsa nacional de valores, en la misma compañía<sup>442</sup> o en un sistema central de custodia.

#### (D) Requisitos de suministro de información.

En ocasión de solicitar su registro como compañía de inversión, el postulante debe informar y describir sus políticas de inversión, su esquema de compañías o personas afiliadas, nombre y domicilio de cada una de ellas y una breve declaración de la experiencia de negocios de cada director y funcionario del solicitante por los cinco años anteriores.

Además de esta información y documentación, la compañía de inversión debe brindar información a la SEC y a sus inversores de manera periódica, incluyendo informes

---

<sup>441</sup> Frecuentemente aparecen conflictos de intereses cuando la principal razón para incrementar los activos de la compañía es aumentar los honorarios de los asesores, más que las ganancias de aquélla.

<sup>442</sup> En este caso, los valores deben estar separados.

semestrales contables y financieros.

La compañía puede ser responsable criminal y civilmente por declaraciones fraudulentas efectuadas en relación con su solicitud de registro o con sus deberes de suministrar información periódicamente.

#### 10.- Los asesores de inversión.

La Ley de Mercados de Valores de 1934 no regulaba a quienes hacían del asesoramiento en inversiones su profesión. De ahí que en 1940 se dictara la Ley de Asesores de Inversión (*Investment Advisers Act*, IAA). Este cuerpo normativo requiere que todos los asesores de inversión se registren en la SEC. La ley les impone asimismo deberes de información periódica. Contiene además normas sobre prácticas fraudulentas y abusivas de estos sujetos. También regula los contratos entre los asesores y sus clientes. Le ley le encarga a la SEC la supervisión de estos sujetos y la eventual imposición de sanciones.

#### 11.- Emisoras.

Para poder efectuar ofertas públicas de sus valores, las sociedades emisoras deben registrarse conforme al procedimiento previsto en la Ley de Valores de 1933, cumpliendo los requisitos allí establecidos. Entre otras cosas, la ley limita las declaraciones públicas que la sociedad y sus representantes pueden realizar durante el proceso de registro. Asimismo, se imponen importantes deberes de suministro de información, especialmente a través del documento conocido como prospecto.

##### (A) Mecanismos de colocación de valores.

Antes de abordar el proceso de registro en sí, resulta importante entender los mecanismos de oferta pública de valores en los Estados Unidos.

En este sentido, normalmente se utilizan procedimientos en los que intervienen agentes de colocación (*underwriters*<sup>443</sup>). Estos agentes están registrados en FINRA y los

---

<sup>443</sup> El término *underwriter* deriva de antiguas prácticas inglesas en el mercado de seguros. Los armadores de buques buscaban asegurar la carga con diversos inversores que añadían sus firmas en el documento correspondiente a continuación de las de dichos armadores (el término significa literalmente el

contratos de colocación están sujetos a las normas internas de dicha entidad y deben registrarse allí.

A pesar de lo anterior, y aunque son raras, existen colocaciones de valores que se realizan de manera directa por la sociedad emisora, sin intervención de intermediarios. El uso de Internet ha favorecido la colocación directa. En ocasiones se utiliza también el procedimiento de colocación directa cuando la oferta se hace a tenedores existentes de títulos de la emisora (incluyendo empleados de ésta) y solo aquéllos pueden adquirir los nuevos. También se ha utilizado este procedimiento cuando se efectúa una colocación privada, esto es, cuando la totalidad de la emisión es adquirida por un determinado inversor<sup>444</sup>.

De todas maneras, la inmensa mayoría de las colocaciones de títulos se efectúa a través de agentes de colocación. Este proceso suele incluir bancos de inversión o firmas de agentes negociadores que actúan como intermediarios. En este sentido, la Ley de 1933 prohíbe cualquier oferta de títulos al público inversor antes de la presentación del formulario de registro de la oferta (*registration statement*) ante la SEC, como así también ventas o contratos de venta antes de la fecha de entrada en vigor de la oferta. Aunque la

---

que escribe debajo). Naturalmente, el término refiere actualmente a procesos muy diferentes (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 48).

<sup>444</sup> El 2 de febrero de 2018, la SEC aprobó una modificación en las reglas de la NYSE destinadas a facilitar las llamadas cotizaciones directas (*direct listing*), que benefician a compañías que desean abrir su capital al público, pero no necesitan recibir fondos. Al contrario que una oferta pública normal, el sistema de cotización directa no requiere intermediarios, pues no necesita asegurarse la venta de títulos o la determinación de su precio. A partir de la nueva regla, cualquier compañía puede solicitar autorización para que sus acciones coticen en la NYSE, sin que deba acreditar transacciones anteriores (ni siquiera privadas) sobre dichas acciones. Basta que las acciones que desee hacer públicas tengan un valor de mercado de al menos 250 millones de dólares (valuación que debe ser hecha por un tercero independiente). Por supuesto, la compañía debe también, previamente, solicitar autorización a la SEC como si se tratara de una oferta normal, y cumplir otros requisitos establecidos en las normas de la NYSE. Pese a los riesgos de alta volatilidad inicial que pueden tener las cotizaciones directas de títulos (puesto que no se determina un precio, si no que solamente se brinda un precio de referencia), a fines de febrero de 2018, Spotify Technology S.A. presentó una solicitud para acceder a una cotización directa de sus acciones. Las acciones comenzaron a cotizar a un precio algo superior al de referencia, sin variaciones bruscas, por lo que algunos analistas calificaron a la operación de exitosa.

Ley de 1933, excluye las negociaciones preliminares y los contratos con los agentes de colocación de la definición de oferta de venta de títulos, las emisoras son por lo general cautas y no suelen arribar a un contrato definitivo de colocación antes de la presentación del formulario de registro ante la SEC. Incluso, la práctica usual es firmar ese contrato definitivo la víspera misma de la entrada en vigor de la oferta. Hasta entonces, las emisoras y los agentes se manejan con cartas de intención no vinculantes y borradores de contratos.

Las tres formas usuales de acuerdos con los agentes de colocación son el de colocación propiamente dicho, el de compromiso firme y el de mejores esfuerzos.

En el primer caso, el proceso funciona de manera similar a un seguro. En lugar de utilizar un banco de inversión como agente para revender los títulos al público, la emisora contrata a una empresa aseguradora que publicitará la oferta y recibirá las solicitudes de adquisición de parte del público. Cuando la lista de solicitudes se cierre, la emisora distribuirá los títulos entre los inversores que participaron. La aseguradora garantiza que adquirirá cualquier porción no vendida de la oferta. Este procedimiento es poco frecuente.

En el segundo caso, el más utilizado en los Estados Unidos, la sociedad emisora vende la totalidad de los títulos que componen la oferta a un grupo de empresas de agentes de colocación (denominado sindicato), representado por una de ellas, el que acuerda adquirirlos. A pesar de este compromiso firme, suele existir una cláusula en los contratos de colocación que permite a los agentes liberarse de su obligación de adquisición en caso de un cambio sustancial en la situación financiera de la emisora. Por otro lado, normalmente los agentes de colocación, a su vez, contactarán a agentes negociadores del mercado y les ofrecerán unirse al sindicato, los que actuarán como red de distribución y venta de los títulos. Estos segundos agentes vendedores no participan de los riesgos asumidos por los principales (especialmente, el compromiso de adquirir la totalidad de la oferta), sino que son retribuidos mediante el pago de comisiones en lugar de participar de los honorarios de colocación pagados por la emisora.

Finalmente, en el tercer caso, los agentes de colocación no asumen el compromiso de adquirir la totalidad de la oferta de títulos, si no que los ofrecen al público en representación de la emisora, es decir, como meros agentes. Este procedimiento suele utilizarse por emisores menos experimentados que no encuentran bancos de inversión o

firmas de agentes que acepten un compromiso firme.

(i) La decisión de abrir el capital.

Cuando una compañía toma la decisión de financiarse a través de la emisión de valores, debe prepararse para un proceso de registro que puede demandar mucho esfuerzo y dinero. Normalmente, la solicitud de registro y los documentos que lo acompañan son el resultado de una tarea conjunta de los administradores de la sociedad y sus empleados, los abogados de la sociedad, los agentes de colocación y sus abogados y los contadores que auditarán los estados contables<sup>445</sup>. Este esfuerzo hace que algunas compañías prefieran no financiarse a través de una oferta pública, pues no sólo debe contemplarse el gasto de tiempo y dinero, sino también las obligaciones de suministro de información constante a partir del ingreso al régimen, lo que implica exponer al escrutinio de las autoridades y del público sus operaciones pasadas y presentes.

No toda emisión de valores implicará la obligación de registrar la oferta correspondiente en la SEC. Ya se verá que existen transacciones exentas de registro, como las colocaciones privadas.

Entre las ventajas de optar por el financiamiento a través de una oferta registrada, pueden considerarse la de crear un mercado público que proveerá de liquidez a los títulos y permitirá futuros financiamientos de la compañía, la diversificación del capital, el incremento del capital de trabajo, o la cancelación de deuda existente. Cuando la sociedad emisora necesita mucho capital difícilmente podrá obtenerlo a través de préstamos bancarios u otros medios alternativos de financiamiento, amén del deseo de evitar un mayor endeudamiento. Asimismo, el cotizar en los mercados de valores otorga a la compañía prestigio y publicidad, además de darle un aura de éxito financiero.

Pero existen también desventajas, algunas de las cuales ya se mencionaron. Una consecuencia no deseada de abrir el capital al público en los Estados Unidos (y en general en cualquier país) es frecuentemente la pérdida de control sobre diversas cuestiones de la

---

<sup>445</sup> Las obligaciones y deberes de las compañías incluidas en el régimen de oferta pública se han incrementado de manera importante a partir de la sanción, en 2002, de la Ley Sarbanes-Oxley, aumentando también los costos.

administración, por ejemplo, la política de dividendos. Los administradores de una compañía pública suelen estar más atentos a los vaivenes del mercado y, por lo tanto, al corto plazo más que a los objetivos de la compañía a largo plazo. Quizás la mayor desventaja sea el riesgo de no encontrar un mercado receptivo a los títulos ofertados, provocando que éstos sean colocados a un precio sustancialmente inferior al previsto, lo que, a su vez, acarrea la desconfianza del público y de los inversores.

(ii) Procedimiento de registro en la Ley de 1933.

La Sección 5, de la Ley de 1933, divide el procedimiento de registro de la oferta ante la SEC en tres etapas: el anterior a la presentación del formulario de registro, un período llamado de espera luego del primero y hasta la entrada en vigor de la oferta<sup>446</sup> y el período posterior a ésta, que se extiende hasta la distribución total de los valores objeto de la oferta.

El propósito general de los requerimientos de registro de la Ley de 1933, así como de las diversas prohibiciones que contiene, es asegurar que el inversor tenga adecuada información en la que basar una decisión de inversión. Se acepta generalmente que es una ficción el hecho de que el potencial inversor lea los documentos de la oferta, especialmente el prospecto, de la primera a la última página. Pero diversos profesionales como analistas, asesores y agentes negociadores sí examinan dichos documentos, así como cualquier otra información sobre la emisora que esté disponible públicamente. La opinión de estos profesionales frecuentemente se reflejará en consejos de invertir o no en determinados títulos, lo que, a su vez, crearía un mercado informado y, supuestamente, eficiente, a través de la correcta formación de precios. Así, algunos autores sostienen que, a pesar del desinterés del inversor promedio en los documentos de la oferta, la información relevante se filtra de todas maneras al mercado y se refleja en los precios de los títulos<sup>447</sup>.

---

<sup>446</sup> La Ley prevé que el período de espera sea de veinte días, lo que en la práctica casi nunca ocurre, pues ese tiempo se dilata por las observaciones que suele hacer la SEC a los documentos presentados por la emisora.

<sup>447</sup> Hay quienes sostienen que esos documentos sí tienen impacto directo en los inversores (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 53).

Como regla general, la Sección 5(c), de la Ley de 1933, prohíbe ofrecer un valor a la venta a menos que se haya presentado un formulario de registro ante la SEC.

Asimismo, la misma Sección limita ciertos esfuerzos de venta luego de la presentación del formulario mencionado. Es importante destacar que, las ofertas realizadas en violación a estas normas originan responsabilidad incluso si quien las cometió no tenía conocimiento de que las estaba violando. Esto es así porque a dichas normas no se les aplican las disposiciones del derecho común (*common law*) sobre fraude y, por lo tanto, su contravención no requiere en el sujeto responsable la intención de defraudar (*scienter*). Sólo se exige que se efectúe la oferta prohibida de manera voluntaria<sup>448</sup>. Se volverá sobre esto más adelante.

(iii) Las prohibiciones básicas de las distintas etapas del proceso de registro.

Como se adelantó, la Sección 5, de la Ley de 1933, contiene diversas prohibiciones aplicables a los distintos períodos en que se divide el procedimiento de registro de la oferta ante la SEC.

Así, el apartado (a)(1), de dicha Sección, prohíbe el uso del correo u otro medio de comercio interestatal para vender, utilizando un prospecto o de otra forma, un valor antes de la fecha de entrada en vigor de la oferta. El apartado (2) prohíbe también el transporte por cualquier medio interestatal de un valor con el propósito de venderlo o entregarlo como consecuencia de una venta. Si se toma el lenguaje de la norma de manera literal, podría concluirse que la prohibición alcanza a la simple oferta de venta. Sin embargo, interpretada en conjunción con el resto de los apartados de la Sección 5, está claro que la prohibición en análisis fue diseñada para prevenir la conclusión de contratos de venta y no la realización de ofertas<sup>449</sup>.

En tal sentido, el apartado (b), de la Sección mencionada, establece los requisitos que debe reunir el prospecto y prescribe los diferentes tipos de prospectos que pueden utilizarse durante el período de espera y el posterior. La Sección 2(a)(10) define al

---

<sup>448</sup> *Ibidem*.

<sup>449</sup> *Ibidem*.



prospecto como cualquier oferta hecha por escrito o a través de la radio o la televisión.

De ahí que las ofertas de venta orales o las ofertas de compra, escritas u orales, no se encuentran prohibidas durante el período de espera, como así tampoco durante el período posterior a la entrada en vigor de la oferta pública. Los apartados (a) y (b), de la Sección 10, establecen la información que debe contener el prospecto durante los períodos mencionados.

Por su parte, el apartado (c), de dicha Sección, prohíbe toda oferta para vender, así como para comprar, antes de la presentación del formulario de registro. Ello incluye ofertas orales y escritas<sup>450</sup>. Esta prohibición, como se vio, no alcanza a las negociaciones entre la emisora y los agentes de colocación.

Como se mencionara anteriormente, una solicitud de aprobación de oferta pública deviene efectiva a los veinte días de su presentación inicial ante la SEC o de la presentación de su última modificación. La SEC puede también, a solicitud del solicitante, extender dicho plazo o incluso acelerarlo.

Normalmente, la determinación del precio al que se hace la oferta de títulos se hará inmediatamente antes de la aprobación de la solicitud por parte de la SEC o incluso el mismo día, en cuyo caso el emisor deberá presentar una modificación a los documentos de la oferta.

(iv) El período previo a la presentación de la solicitud (*pre-filing period*).

Como ya se vio, el apartado (c), de la Sección 5 de la Ley, prohíbe cualquier oferta, oral o escrita, de compra o de venta, si no se ha presentado un formulario de registro. Esto tiene un alcance general, no limitándose a transacciones que se realicen teniendo en vistas la presentación de dicho formulario. En este contexto, el término “oferta de venta” es amplio e incluye cualquier conducta que razonablemente pueda generar un interés en la

---

<sup>450</sup> Las prácticas en violación a esta prohibición se conocen como *gun jumping*, literalmente “saltar antes del pistoletazo”. Es un término tomado del atletismo y ocurre cuando un corredor empieza su carrera antes del disparo de largada. Aquí se refiere a actuar antes de lo debido, es decir, hacer ofertas de títulos antes de la presentación del formulario de registro.

adquisición de títulos.

Cuando una sociedad decide realizar una oferta pública de títulos, puede, si ya se encuentra dentro del régimen de oferta pública y tiene cierta experiencia (denominados *seasoned issuers*), suministrar cierta información de negocios o análisis de proyecciones comerciales a potenciales inversores, siempre que esa información sea del tipo que la sociedad usualmente publica. Asimismo, ciertas grandes compañías que ya se encuentran en el régimen de oferta pública y cotizan montos importantes de sus acciones u otros valores (denominadas *well-known seasoned issuers*) pueden estar exentas de las prohibiciones del apartado (c), de la Sección 5.

En este punto, resulta importante determinar qué entiende la Ley de 1933 por oferta de valores. En este sentido, la Sección 2(a)(3) define la expresión como cualquier actividad que ha sido razonablemente calculada para atraer o generar un interés de compra. Nótese que la ley sólo exige una conducta que razonablemente genere el interés en adquirir el título de que se trate. De ahí que, se aplica aún a notas u otras comunicaciones que busquen despertar ese interés antes de la presentación de la solicitud de registro, incluso si esas comunicaciones no mencionan la intención de efectuar una oferta registrada. Aquí resulta especialmente problemática la publicidad que puede hacer la sociedad de sí misma o de una futura oferta registrada. En este sentido, debe tenerse presente que la jurisprudencia norteamericana ha interpretado la definición de oferta en sentido amplio<sup>451</sup>.

De todas maneras, a fin de llevar claridad a la cuestión, la SEC ha reglamentado

---

<sup>451</sup> Hazen, Thomas Lee, "*Principles...*", pág. 59. En una recordada decisión de la SEC ("Carl M. Loeb, Rhoades & Co.", 9-2-1959; disponible online en: <https://www.sec.gov/news/digest/1959/dig020959.pdf>) se determinó que una circular de prensa enviada por un agente colocador a diversos clientes seis semanas antes de la presentación de una solicitud de registro constituía una oferta en los términos de la Ley de 1933, aun cuando tuviera la forma de una comunicación de noticias, pues informaba que una empresa que desarrollaba un importante emprendimiento comercial minero efectuaría una oferta pública de títulos, nombraba al banco de inversión que manejaría la colocación e incluso mencionaba varios funcionarios de la emisora. De hecho, la noticia generó gran interés entre numerosos agentes de bolsa que se comunicaron con el banco mencionado para participar en el grupo de colocación. Este hecho, sumado a la mención del banco de inversión involucrado, motivó la decisión de la SEC.

los requisitos que debe reunir la información que se divulga antes de una solicitud de registro a fin de no ser considerada como una oferta. Así, la Regla 135<sup>452</sup> establece dichos requisitos, resultando aplicables a la información emitida por futuras emisoras o tenedores de títulos que se proponen ofrecerlos, no a agentes de colocación u otros participantes. La Regla dispone que una comunicación divulgada por una emisora informando que se propone realizar una oferta pública no será considerada una oferta si dicha comunicación sólo contiene el nombre de la emisora; el monto y los términos básicos de la oferta; en el caso de títulos ofrecidos a quienes ya son tenedores, la relación de suscripción, la fecha de canje y el precio; en el caso de títulos a ser canjeados por títulos de otra emisora, la naturaleza y términos del canje; en el caso de títulos a ser ofrecidos a empleados de la emisora o alguna de sus afiliadas, la clase de empleados beneficiarios y el monto de la oferta propuesta; y cualquier declaración exigida por otras leyes aplicables. Fuera de los casos específicos, la Regla no permite la divulgación del precio de la oferta que se propone realizar, sólo la de sus términos básicos.

Asimismo, la Regla 169 de la SEC<sup>453</sup> establece también una excepción o salvaguarda (*safe harbor*) disponiendo que la información sobre hechos de negocios que no esté dirigida a inversores, pero es divulgada como parte de la actividad normal de la sociedad, tampoco será considerada una oferta.

Por su parte, la Regla 168 de la SEC<sup>454</sup> establece otra excepción para las sociedades que ya estén en el régimen de oferta pública, permitiéndoles divulgar no sólo información sobre hechos de negocios, si no también proyecciones comerciales, siempre que ello se haga de manera consistente con lo que la sociedad ha solido hacer en el pasado.

Otra excepción fue introducida en 2012 por la Ley de Nuevos Negocios (*Jumpstart Our Business Startups Act*, JOBS) para compañías en crecimiento. Una compañía en crecimiento es aquella con menos de mil millones de dólares de ingresos anuales brutos. La norma agregada a la Ley de 1933 (Sección 5(d)) permite a una emisora

---

<sup>452</sup> Codificada como 17 CFR 230.135, en el Código de Regulaciones Federales (*Code of Federal Regulations*, CFR, disponible online en: [www.gpo.gov](http://www.gpo.gov)).

<sup>453</sup> Codificada como 17 CFR 230.169 en el CFR.

<sup>454</sup> 17 CFR 230.168 en el CFR.

que califique como compañía en crecimiento y a sus agentes de colocación “probar las aguas” (*test the waters*) antes de una oferta pública, es decir, contactar inversores institucionales calificados para determinar si existe suficiente interés antes de presentar una solicitud de registro de la oferta. Incluso se permiten ciertos informes a dichos inversores institucionales en ese período preliminar.

Finalmente, debe tenerse presente que, durante el período previo a la presentación de la solicitud de registro, la emisora puede estar sujeta a los deberes de suministro de información previstos en la Ley de 1934. Así, la SEC ha entendido que esos deberes aplican a las emisoras que planean realizar dicha presentación al menos desde que alcancen un entendimiento con el agente de colocación. Esto lógicamente puede generar un conflicto entre las normas que prohíben la divulgación de cierta información en el período preliminar, con las que prescriben el deber de suministrar dicha información. Demasiada información puede implicar una violación de las normas que se han comentado en este apartado, con lo que las emisoras deben alcanzar un delicado equilibrio. En el año 2005, la SEC intentó clarificar la cuestión al menos para las compañías que ya están en el régimen de oferta pública, clasificándolas, como se vio, en *seasoned issuers* y *well-known seasoned issuers*. Respecto de estas últimas, muchas de las prohibiciones de la Sección 5, de la Ley de 1933 no se aplicarán.

(v) El período de espera.

Una vez que la solicitud de registro ha sido presentada, comienza el llamado período de espera (*waiting period*). Consecuentemente, ya no resulta de aplicación la Sección 5(c), de la Ley de 1933 y pueden hacerse libremente ofertas de compra de los títulos que se están registrando, así como ofertas verbales de venta, siempre que ninguna transacción se complete pues una venta en este período violaría lo dispuesto en la Sección 5(a) de la ley referida. La clave de las conductas permitidas en este tiempo gira alrededor de los requisitos que debe contener el prospecto. La Sección 5(b)(1) prohíbe la difusión de un prospecto, relacionado con un título en proceso de registro, por cualquier medio que tenga alcance interestatal, a menos que dicho prospecto cumpla con los requisitos de la Sección 10 de la ley. A su vez, la Sección 5(b)(2) prohíbe la entrega de cualquier título para la venta a menos que esté acompañado de un prospecto que reúna los requisitos mencionados.

Como se vio, la Ley de 1933 contiene una amplia definición de prospecto. La Sección 2(a)(10) lo define como cualquier oferta por escrito destinada a vender un título, incluyendo ofertas por radio y televisión. Aunque la ley no lo aclara, la doctrina entendió que una oferta de venta transmitida por e-mail u otro medio electrónico o digital estaría incluido en la definición<sup>455</sup>. Así lo determinó también la SEC (Comunicado [*Release*] No. 33-7856, del 28 de abril de 2000)<sup>456</sup>. En este sentido, las sociedades emisoras deben asegurarse de que sus comunicaciones electrónicas cumplen con los requisitos de difusión del prospecto. Un sitio de Internet puede ser utilizado para identificar materiales del prospecto y, entonces, cualquier hipervínculo en esa área del sitio se considerará parte del prospecto.

Aunque el lenguaje de la ley contempla la entrega física del prospecto, la SEC, en su reglamentación, ha implementado el principio de acceso igualitario, permitiendo que el simple aviso al público de que el prospecto está disponible satisface el requisito de difusión del prospecto (Regla 173, 17 CFR 230.173). La SEC permite también que el prospecto se difunda vía e-mail e incluso mediante el envío a una sola dirección, siempre que los destinatarios den su consentimiento por escrito (Regla 154, 17 CFR 230.154).

Siendo que un prospecto es definido como una oferta de venta, las ofertas de compra están permitidas tanto durante el período de espera como durante el posterior a la fecha de su entrada en vigor. Asimismo, existen cinco tipos de ofertas de venta que están exceptuadas de la definición de prospecto y que, por ende, están permitidas durante el período de espera<sup>457</sup>: (1) las ofertas verbales<sup>458</sup>; (2) las declaraciones meramente

---

<sup>455</sup> Hazen, Thomas Lee, "*Principles...*", pág. 64.

<sup>456</sup> Disponible online en: <https://www.sec.gov/rules/interp/34-42728.htm>.

<sup>457</sup> Pero a las que naturalmente no se excluye de las normas sobre fraude.

<sup>458</sup> Por ejemplo, los agentes que forman parte de un grupo de agentes de colocación pueden hacer ofertas de venta cara a cara o por teléfono, siempre que no exista un contrato definitivo para vender el título en registro antes de la fecha de entrada en vigor de la oferta. La SEC también permite rondas de negociación con inversores por Internet bajo ciertas condiciones.

informativas<sup>459</sup>; (3) los prospectos preliminares<sup>460</sup>; (4) prospectos resumidos (sólo para emisoras que ya están en el régimen de oferta pública); y (5) prospectos libres (*free writing prospectus*)<sup>461</sup>.

(vi) El período posterior a la entrada en vigor de la oferta.

La Sección 5(a) prohíbe cualquier venta de valores a través del uso del correo o de otro medio interestatal con el fin de concretar la transacción antes de la entrada en vigor de la oferta en proceso de registro. Una vez que esto ha ocurrido, cesa la prohibición y la única limitación relativa a la venta de los valores objeto de la oferta (fuera de las normas sobre suministro de información y prevención del fraude) es que el prospecto cumpla en todo momento con los requisitos legales<sup>462</sup>. A partir de este momento, la sociedad emisora o los agentes de colocación pueden divulgar libremente información

---

<sup>459</sup> Se trata de comunicaciones (llamadas comúnmente lápidas, *tombstone ads*, por la mínima información que incluyen) que no hacen más que identificar el valor en proceso de registro, su precio, la sociedad emisora y los agentes de colocación y otro tipo de información básica permitida por la SEC. Esta comunicación debe indicar además a quién puede serle requerida la entrega de un prospecto. Pueden aparecer en diarios u otros medios impresos, inclusive online. La inclusión de información no permitida puede hacer que la SEC considere que se trata de un prospecto que no cumple con los requisitos legales para dichos documentos.

<sup>460</sup> Llamados comúnmente prospectos en rojo (*red herring prospectus*) por los avisos en ese color que se colocan indicando que no se trata de un prospecto definitivo, que la oferta no ha entrado aún en vigor y que una oferta formal de venta sólo puede hacerse luego de dicha entrada en vigor. Generalmente contienen toda la información de un prospecto final, excepto por el precio de los títulos, los montos de las comisiones de los agentes de colocación y otros datos que dependen del precio.

<sup>461</sup> Ciertos emisores calificados (los *well known seasoned issuers* ya mencionados) pueden utilizar estos prospectos libres o de libre escritura que incluye material complementario no incluido en el prospecto definitivo. Deben registrarse en la SEC y en algunos casos debe presentarse también un prospecto definitivo. Se trata de comunicaciones escritas (incluyendo gráficos y comunicaciones electrónicas) que constituyen una oferta de venta. Debe indicar que la oferta se está registrando y dónde y cómo puede obtenerse un prospecto definitivo (incluso indicando un sitio de Internet). Pueden utilizarse aun antes de la presentación de la solicitud de registro de la oferta.

<sup>462</sup> Salvo casos especiales, el resumen del prospecto y el prospecto preliminar ya no pueden utilizarse en este período.

relacionada con la venta de los títulos<sup>463</sup>.

El prospecto debe actualizarse siempre que sea necesario para que siga conteniendo información sustancialmente fidedigna<sup>464</sup>.

Otra limitación está contenida en las normas de FINRA para los agentes. Si una firma de agentes actúa como agente de colocación no puede emitir ningún tipo de informes sobre la compañía emisora de los títulos dentro de los cuarenta días de la entrada en vigor de una oferta o dentro de los diez días de la entrada en vigor de una oferta secundaria. La regla incluye también el ofrecimiento de investigaciones o análisis o la amenaza de no emitir informes favorables como forma de inducir a una transacción.

(vii) Preparación de la solicitud de registro (*registration statement*).

Normalmente, una vez que la compañía ha tomado la decisión de hacer una oferta registrada de valores y que ha diseñado, junto con sus asesores financieros, el tipo y características del título a emitir, se reunirá con dichos asesores, con los potenciales agentes de colocación y con sus abogados para delinear los términos básicos de la oferta, incluyendo el posible precio de venta y el interés que pagará el título, en su caso. A partir de ahí, comienza el proceso de preparación de la solicitud de registro y los documentos que deben acompañarla en el que los agentes de colocación tendrán un rol activo, pues no sólo se abocarán a la conformación de un grupo de agentes de colocación, sino también a una investigación sobre la compañía emisora. Esta investigación es necesaria para asegurar que la oferta sea exitosa y también que la información a ser suministrada a la SEC y al público sea fidedigna<sup>465</sup>. Si el o los agentes de colocación no toman las medidas

---

<sup>463</sup> Esta información, sin embargo, no debe incurrir o ser difundida en violación a las normas de prevención del fraude.

<sup>464</sup> Una forma común de hacer esto es añadir “stickers” al prospecto con la nueva información, la que debe ser aprobada previamente por la SEC. Una vez que los agentes de colocación han cumplido con sus obligaciones y que la oferta ha sido completada, aquéllos ya no tienen obligación de continuar suministrando información sobre la sociedad emisora.

<sup>465</sup> Generalmente llevada a cabo a través de abogados y auditores, esta investigación se conoce vulgarmente como *due diligence*, por la “debida diligencia” que debe ponerse al realizarla e incluye información sobre las operaciones de la compañía (sus subsidiarias y afiliadas), entrevistas con administradores y empleados clave, examen de la contabilidad, de los estados contables y de los libros

razonables para asegurar la exactitud y veracidad de la información, pueden ser responsables a tenor de la Ley de 1933. Esta obligación se extiende a todos los participantes en el proceso.

Normalmente, la determinación del precio de los valores que componen la oferta se hará, de manera conjunta entre la emisora y los agentes de colocación, a último momento.

(viii) Información requerida en la solicitud de registro y en el prospecto.

El principal documento que debe presentarse ante la SEC para solicitar el registro de una oferta pública de valores es la solicitud de registro. Existen diversos formularios disponibles para distintos tipos de emisores o títulos a ser ofrecidos. Todos ellos constan de dos partes principales: la primera contiene la misma información que será incluida en el prospecto<sup>466</sup>. La segunda sección contiene información adicional que no estará incluida en el prospecto, pero que debe estar disponible en los archivos de la SEC para su consulta por el público.

En la redacción de la solicitud de registro y en la información que allí se brinda resulta de aplicación la regla del “inglés llano” (*plain english rule*) que tiene varias implicaciones: preferencia del uso de la voz activa sobre la voz pasiva, uso de oraciones

---

societarios, estatutos sociales y demás documentos de constitución, contratos relevantes (incluyendo préstamos bancarios y garantías emitidas), política de dividendos, análisis de clientes y proveedores (también sobre el grado de dependencia de la compañía con respecto a uno o más de ellos), prácticas comerciales, de marketing y de precios de mercaderías, activos tangibles e intangibles, acuerdos y prácticas laborales, transacciones con subsidiarias o afiliadas, remuneraciones de los administradores, transacciones de éstos con la compañía, sus subsidiarias o afiliadas, o con títulos emitidos por la compañía, litigios o reclamos judiciales o extrajudiciales existentes, pólizas de seguro contratadas, patentes, licencias y otros derechos intelectuales, cumplimiento de exigencias legales del estado en que la compañía tiene su sede y de las leyes federales aplicables, entre otras situaciones. Esta investigación debe determinar todos los riesgos sustanciales y las potenciales responsabilidades o deudas o incumplimientos que afecten a los títulos a ser ofrecidos. Debe incluir la preparación de estados contables especiales. La tarea de los abogados de los agentes de colocación y de la compañía incluye la presentación de la solicitud y de la documentación, así como de cualquier información o documentación adicional o correctiva que requiera la SEC.

<sup>466</sup> El que será difundido luego, como se vio.



breves, empleo de términos cotidianos, presentación de la información en forma de cuadros o puntos importantes, no utilización de terminología legal o de negocios, entre otras.

Durante más de setenta y cinco años la SEC tuvo dos sistemas diferentes en cuanto a los deberes de suministro de información: el de registro de ofertas públicas bajo la Ley de 1933 y el de información periódica previsto en la Ley de 1934 para aquellas sociedades que han ingresado en el régimen de oferta pública. Esto significaba una gran cantidad de presentaciones duplicadas, con el consiguiente aumento del “papeleo”. En 1982, la SEC adoptó un sistema integrado de información que eliminó gran parte de la duplicación de tareas, aunque algunas permanecen.

Un aspecto esencial a tener en cuenta es qué información debe ser suministrada y cuál puede no serlo. La clave de bóveda aquí es la noción de información relevante (*material information*). Información relevante será aquella que un inversor razonable consideraría significativa a la hora de tomar una decisión de inversión.

El formulario S-1 es el que debe utilizarse básicamente, a menos que la sociedad emisora califique para utilizar alguno de los restantes formularios. Es el típicamente utilizado por quienes deciden ofertar títulos públicamente por primera vez y es el que requiere incluir mayor cantidad de información. Como parte del sistema integrado de información, aquellas sociedades emisoras que hayan hecho presentaciones bajo el régimen de información periódica de la Ley de 1934, y siempre que estén al día con esas presentaciones, podrán incorporar en la solicitud de registro información por medio de su referencia a tales presentaciones<sup>467</sup>, siempre que la información esté disponible al público en un sitio web de la sociedad.

El formulario S-3 puede ser utilizado por aquellas compañías que califiquen como emisoras experimentadas (*seasoned issuers*) y cuenten con un historial de cotización de títulos. Este formulario exige menos información y permite que la mayor proporción de aquella sea incluida por referencia a presentaciones bajo la Ley de 1934. Salvo que haya

---

<sup>467</sup> Por ejemplo, factores de riesgo, información sumaria, uso de fondos, planes de distribución, descripción de las actividades de la compañía, descripción de activos, procesos legales, estados contables, cierta información financiera y ratios, y análisis de los administradores.

un cambio sustancial en la actividad de la emisora, no se requiere incluir información sobre aquélla, si no sólo la relativa a la oferta pública concreta que se va a realizar.

Existen menos requisitos también para aquellas compañías que califiquen como empresas de menor porte<sup>468</sup> o como compañías en crecimiento (*emerging growth companies*) bajo la Ley de Nuevos Negocios de 2012 (*Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS Act*).

En el caso de una oferta de valores a los empleados de la emisora o de una subsidiaria de aquélla como parte de un programa de remuneraciones, existen también requisitos simplificados y menos costosos (formulario S-8).

Finalmente, el formulario S-4 se utiliza para ofertas públicas de títulos en el marco de una fusión, consolidación o combinación de empresas.

Las presentaciones pueden hacerse electrónicamente a través del sistema digital EDGAR que utiliza la SEC, similar a la Autopista de Información Financiera utilizada por la CNV en la Argentina.

Como se dijo anteriormente, luego de la presentación de la solicitud de registro, la SEC normalmente emite comentarios (a través de cartas, conversaciones telefónicas o correos electrónicos) a la información allí contenida con el fin de que sea corregida por la emisora. Rara vez se utilizará el recurso formal de congelar o rechazar la solicitud previsto en la Sección 8, de la Ley de 1933, (*stop order* o *refusal order*) que puede traer importantes consecuencias para la emisora. Lo normal es que la solicitud de registro requiera al menos una modificación, que será acatada por la emisora para no obligar a la SEC a un rechazo formal. Una vez que ha terminado el proceso de comentarios y modificaciones, la emisora suele agregar el precio final de la oferta como última modificación, lo que no dispara otro plazo de veinte días para la fecha de vigencia de la oferta y permite que ésta entre en vigor inmediatamente.

Es importante tener presente que la SEC no ejerce un control de oportunidad de

---

<sup>468</sup> Aquellas cuyo capital social abierto al público sea menor a doscientos cincuenta millones de dólares o cuyos ingresos durante el año previo estuvieron por debajo de los cien millones de dólares, que además no tengan su capital abierto al público o que éste sea inferior a setecientos millones de dólares.

la oferta de títulos, si no solamente de legalidad, dejando al mercado la decisión de invertir o no en los títulos ofrecidos. En cambio, las leyes estatales sí suelen prever un control de mérito.

Existen áreas o temas en las que suelen presentarse conflictos y que suelen requerir aclaraciones o modificaciones por parte de la SEC. Entre estos temas pueden mencionarse: las tendencias negativas que haya tenido en el pasado la compañía en relación con ventas e ingresos y su posible continuación o no en el futuro; la especificación de las ganancias y pérdidas por línea de negocio, el uso de los fondos a ser recaudados a través de la oferta pública, la descripción de las transacciones u operaciones entre la emisora y sus administradores o principales accionistas y los posibles conflictos de interés existentes<sup>469</sup>, la redacción del prospecto, que debe ser clara y legible para el público<sup>470</sup>, la existencia de introducciones largas y oscuras<sup>471</sup>, la excesiva cantidad de información relevante en notas o apéndices, la inadecuada descripción de las actividades de la compañía relacionadas con la política (contribuciones a campañas partidarias) o con países extranjeros, o la inclusión de proyecciones o pronósticos financieros o comerciales

---

<sup>469</sup> En este punto, Hazen recuerda algunos casos en que la SEC consideró que ciertas transacciones personales del accionista mayoritario o incluso de los administradores eran relevantes y debían ser incluidos en la documentación de registro, aun cuando no fueran realizadas con la emisora o sus afiliadas, cuando dichas transacciones podían afectar la capacidad del administrador de conducir los negocios de la compañía o del accionista mayoritario de mantener el control de aquélla (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 93 y ss.). Esto lleva a la cuestión de qué parte de la información personal de los administradores o accionistas principales es relevante y cuál no, límites que no se encuentran demarcados de manera precisa en la ley o las opiniones de la SEC. Si una compañía depende para su actividad de la experiencia o conocimientos de determinado administrador, quizás la información sobre su estado de salud, en tanto afecte sustancialmente su capacidad de gestión, pueda ser considerada relevante para un inversor y por lo tanto para la SEC.

<sup>470</sup> En este punto es interesante remarcar que la SEC considera que la inclusión de demasiada información puede ser tan malo como el no incluir información relevante. Un cúmulo de información irrelevante puede ocultar información relevante.

<sup>471</sup> Esta introducción suele incluirse para explicar por qué la oferta es atractiva. Demasiada “verborragia”, dice la SEC, puede hacer difícil entender qué información es relevante y, sobre todo, qué riesgos entraña la adquisición de los títulos ofertados. En esta introducción deben especificarse dichos riesgos, así como si la oferta es especulativa o no, explicando el porqué.

excesivamente optimistas<sup>472</sup>.

Además de lo ya mencionado, la sociedad emisora debe incluir en la documentación de registro cualquier cambio sustancial en la condición financiera y en las actividades de la compañía que se espera ocurran como consecuencia de la oferta pública, así como información sobre tendencias y/o incertidumbres favorables o adversas y sobre los planes futuros de la compañía. Esta información suele incluirse en la sección dedicada a las explicaciones y análisis que efectúa la administración de la compañía (*Management Discussion and Analysis*, MD&A) y tiende a proporcionar a los potenciales inversores información sobre las perspectivas del negocio de la emisora<sup>473</sup>.

Como principio general, debe tenerse presente que no existe el deber de incluir información relevante si no está previsto legal o reglamentariamente. Sin embargo, una vez que la emisora ha incluido cierta información, aun cuando dicha inclusión no haya sido obligatoria, existe un deber de actualizar o modificar dicha información si ésta deja de ser exacta.

---

<sup>472</sup> Inicialmente la SEC prefería objetar el uso de proyecciones o pronósticos en general temiendo que ello pudiera inducir a error a los potenciales inversores. Pero andando el tiempo, considerando que esa información “blanda” (*soft information*) podía ser de utilidad para aquéllos, comenzó a sugerir a las emisoras su inclusión en los documentos de registro. Actualmente, sólo se objetará aquella información blanda que no tenga bases razonables o no haya sido elaborada de buena fe. Incluso en algunos casos la no inclusión de proyecciones de pérdidas puede resultar en responsabilidad civil para el emisor. En la medida en que las proyecciones sean hechas de buena fe y sobre bases razonables (sin conocimiento de que sea falsa o errónea), o contengan el lenguaje apropiado para indicar su condición (incluyendo información de hechos que puedan afectar sustancialmente la confiabilidad de las proyecciones), o no afecten circunstancias esenciales de la actividad de la empresa, no habrá responsabilidad civil para ésta. Conforme a la jurisprudencia, satisfecha una de estas condiciones, no habrá responsabilidad civil (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, págs. 97 y ss.).

<sup>473</sup> Esta información, obligatoria, es diferente de la inclusión, en principio no obligatoria, de proyecciones, pues éstas contienen cifras concretas de ingresos o resultados futuros que pueden o no darse. En el caso de información sobre las tendencias que sí debe incluirse, la jurisprudencia ha entendido que la no inclusión de una baja inesperada en las ventas de la compañía no origina responsabilidad civil. En cambio, la omisión de mencionar una tendencia de baja en las ventas existente al momento de la solicitud de registro sí origina responsabilidad (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, págs. 98 y ss.).

(ix) Otras transacciones y su relación con la obligación de registro.

En cuanto a las transacciones que se encuentra alcanzadas por la Ley de 1933, su Sección 2(a)(3) define venta como cualquier contrato de venta o de disposición de un valor o interés en un valor a cambio de una contraprestación. Esta definición incluye, naturalmente cualquier transferencia de valores por dinero, pero se ha planteado el interrogante sobre la aplicación a otro tipo de operaciones. Así, se ha entendido tradicionalmente que el intercambio de títulos por títulos se encuentra incluido en la definición de venta, pues se trata de un acto de disposición a cambio de un valor. En este sentido, durante varios años la SEC adoptó la política de que las acciones emitidas en relación con una fusión u otro tipo de reorganización societaria no constituía una venta en el sentido de la Ley de 1933. En 1972, con el dictado de la Regla 145, el organismo de control abandonó ese punto de vista y comenzó a adoptar el criterio contrario. Bajo la norma mencionada, en principio y salvo que resulte aplicable una exención de registro<sup>474</sup>, todo intercambio de acciones con ocasión de una fusión u otra reorganización societaria debe seguir el procedimiento de registro de las ofertas públicas, a través de un formulario especial para este tipo de emisiones (*Form S-4*). La norma no se aplica a ofertas no hostiles de adquisición de acciones o a adquisiciones en el mercado, pues no se trata de reorganizaciones si no de operaciones entre accionistas directamente. Sí se aplica a reventas de títulos ocurridas luego de una reorganización societaria, bajo ciertas condiciones.

La jurisprudencia también ha considerado que la prenda de valores es una venta a los efectos de la aplicación de las normas antifraude de la Ley de 1933<sup>475</sup>.

En el caso de opciones y warrants, cuando éstos son emitidos a tenedores de títulos sin contraprestación o como parte de la venta de otros títulos, se entiende que no existe venta en los términos de la Ley de 1933, a menos que los derechos correspondientes puedan ser ejercidos de manera inmediata pues en este caso serán vistos como una oferta

---

<sup>474</sup> Por ejemplo, las acciones emitidas a los accionistas existentes están en principio exentas de registro.

<sup>475</sup> Hazen, Thomas Lee, "*Principles...*", pág. 154.

de venta y deberán ser registrados en la SEC como tal.

Otra cuestión que ha despertado dudas es la del pago de dividendos en acciones. Se ha entendido en general que, cuando el accionista no tiene derecho a recibir dinero en lugar de acciones, ese pago de dividendos no constituye una venta. Pero si se aprueba el pago de dividendos en dinero y el accionista opta por comprar acciones adicionales, la sociedad claramente está recibiendo un valor a cambio de la entrega de esas acciones, lo que sería considerado una venta y obligaría al registro de esa oferta.

Finalmente, si el dividendo se paga en acciones de otra compañía distinta de la pagadora, como podría ser el caso en el marco de una escisión, como no hay entrega de valor a cambio de las acciones, no habría venta en los términos de la Ley de 1933. Sin embargo, un mecanismo de este tipo no puede ser utilizado para evitar la aplicación de la ley. Este podría ser el caso cuando se pretende la creación de un mercado público para las acciones de la sociedad escindida, en el que entonces se entendería que ese es el valor que recibe la sociedad a cambio de las acciones y, por lo tanto, dispararía la caracterización de la operación como una venta de acciones.

(x) Leyes estatales sobre valores.

Si bien en muchos aspectos las leyes federales tienen preeminencia sobre las leyes estatales, éstas todavía tienen un rol importante en otras áreas. En primer lugar, como se dijo anteriormente, estas leyes permiten en general un análisis sobre el mérito de la oferta o transacción previo a aprobarlas. Este análisis va mucho más allá que el sistema de información total (*full disclosure*) de las leyes federales.

En 1996, con la sanción de la Ley de Mercados Nacionales de Valores, el rol de los estados fue significativamente limitado en muchos aspectos. Por caso, muchas de las ofertas y operaciones que deben registrarse bajo la Ley de 1933 están exentas de su registro bajo las leyes estatales<sup>476</sup>, aunque las normas antifraude contenidas en aquéllas pueden resultar aplicables<sup>477</sup>. Lo mismo ocurre con la gran mayoría de las ofertas y

---

<sup>476</sup> Especialmente se contemplan los casos de los títulos que cotizan en mercados de alcance nacional, como la Bolsa de Valores de Nueva York y el NASDAQ.

<sup>477</sup> Generalmente también se prevé que se informe a las autoridades financieras estatales la

transacciones eximidas de su registro ante la SEC, que también están exentas de registro bajo las leyes estatales. Por supuesto, la exención relativa a ofertas y operaciones puramente intraestatales sí requieren registro bajo las leyes del estado de que se trate.

La sanción en 1998 de la Ley de Estándares Uniformes para Litigios sobre Valores (*Securities Litigation Uniform Standards*, SLUSA) implicó que la mayoría de las acciones judiciales de clase que involucren valores públicamente negociados sean competencia de los tribunales federales, incluyendo acciones judiciales en las que se invoque la aplicación de leyes estatales. *A contrario sensu*, los tribunales estatales aún son competentes en relación con acciones relativas a títulos no negociados públicamente. Lo mismo ocurre con acciones judiciales que no involucren una clase, pues SLUSA sólo se aplica a acciones de clase. Naturalmente, cualquier acción judicial que refiera a conflictos meramente societarios o contractuales también serán de competencia del estado correspondiente y no de los tribunales federales.

Sin perjuicio de lo anterior, el 20 de marzo de 2018, la Corte Suprema de los Estados Unidos, en el caso “Cyan, Inc. c. Beaver County Employees Retirement Fund”<sup>478</sup>, en una decisión unánime, determinó que los tribunales estatales tienen jurisdicción para entender en acciones de clase iniciadas bajo los términos de la Ley de 1933 y que tales acciones no pueden ser trasladadas a tribunales federales. La Corte entendió que ambas jurisdicciones eran concurrentes y que las modificaciones introducidas a la Ley de 1933 por SLUSA no disponían expresamente la incompetencia de los tribunales estatales, lo que requeriría una norma legal expresa<sup>479</sup>.

(B) El régimen de las sociedades cotizadas.

---

autorización obtenida en la SEC.

<sup>478</sup> Disponible online en: [https://www.supremecourt.gov/opinions/17pdf/15-1439\\_8njq.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/17pdf/15-1439_8njq.pdf).

<sup>479</sup> En un fallo reciente la Corte Suprema del estado de Delaware resolvió que son válidas las cláusulas estatutarias que dispongan la prórroga a la jurisdicción federal en materia de valores (fallo del 18 de marzo de 2020, en autos “Salzberg c. Sciabacucchi”, disponible en línea en <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=303310>), lo que ha llevado a la mayoría de las compañías a modificar sus estatutos en ese sentido.

La Ley de Mercados de Valores de 1934 se aplica virtualmente a todos los aspectos de las transacciones con valores y a los mercados de valores. Este amplio campo de aplicación contrasta con el mucho más reducido de la Ley de 1933, que hace foco en la oferta y distribución de tales títulos.

La Ley de 1934 impone, a ciertas emisoras de títulos, el deber de registro y de suministro de información periódica. Asimismo, este cuerpo de normas regula a los agentes y negociadores en valores, a las bolsas y mercados de valores y a ciertas entidades autorreguladas, como FINRA. También contiene normas sobre prácticas manipuladoras con títulos y sobre fraude en relación con la compra o venta de títulos. Es, finalmente, la ley federal que crea la SEC y regula su actuación.

En cuanto a los valores, la Ley de 1934 prohíbe a todo agente o negociador realizar cualquier transacción con un valor en una bolsa nacional de valores a menos que ese título haya sido registrado para su cotización en la bolsa de valores correspondiente (Sección 12(a)). A partir de ese registro, la sociedad emisora del título se encuentra alcanzada por las disposiciones sobre suministro de información periódica a la SEC. Además del registro para valores que cotizan en una bolsa nacional de valores, la Ley de 1934 exige, en algunos casos, el registro de valores que se negocian en mercados informales (*over-the-counter*).

Por otro lado, cualquier sociedad emisora que tenga partes de su capital<sup>480</sup> en manos de dos mil<sup>481</sup> o más accionistas<sup>482</sup> y tenga activos valuados en más de diez millones de dólares, debe registrar esas partes de capital en la SEC bajo el régimen de la Ley de 1934 (Sección 12(g)(1)). Adviértase que en este caso no se necesita que los títulos coticen o sean negociados en un mercado. Bastan los requisitos de la dispersión del capital y del valor de los activos. Este deber de mantener registrados los títulos cesa cuando los accionistas de la sociedad que los detentan caen por debajo del número de quinientos antes mencionado durante tres años consecutivos. El texto de la norma habla de

---

<sup>480</sup> Siempre que no se trata de títulos eximidos de registro bajo la Ley de 1933.

<sup>481</sup> Este número baja a quinientos cuando se trate de accionistas no acreditados.

<sup>482</sup> Siempre que no sean beneficiarios de un plan de compensación en acciones o parte de un proceso de financiamiento colectivo (*crowdfunding*).



accionistas según los registros de la emisora (*holders of record*). Esto es porque normalmente las acciones son registradas en los libros de la emisora a nombre de empresas de agentes o negociadores o por compañías de depósito, pero los beneficiarios últimos pueden exceder largamente el número de los tenedores registrados en la emisora. Sin embargo, esto no está en armonía con los estándares internacionales que utilizan el parámetro del beneficiario último<sup>483</sup>. La Sección 12(g)(2) enumera una serie de situaciones en las que no es necesario el registro<sup>484</sup>.

El régimen de las sociedades emisoras bajo la Ley de 1934 incluye, además de los deberes de suministro periódico de información, la regulación de los votos de los accionistas en las asambleas de la sociedad, especialmente lo relativo a la solicitud a esos accionistas de otorgar poderes de voto (*proxy statements*).

La ley en comentario también contiene un deber de informar a la SEC cualquier tenencia de acciones o partes de capital equivalentes al cinco por ciento o más del total de cualquier clase de títulos registrados bajo su régimen, incluyendo el propósito de dicha adquisición o tenencia. Lo mismo se requiere para cualquier compra o venta de acciones por parte de funcionarios, directores o beneficiarios últimos equivalentes al diez por ciento o más del total de la clase de acciones respectiva registrada bajo la ley.

Incluso algunas sociedades de capital abierto que no tienen obligación de registrarse bajo la Ley de 1934 pueden estar sujetas a los deberes de suministro periódico de información, por ejemplo, las sociedades que hayan emitido títulos en relación con una oferta registrada bajo la Ley de 1933, siempre que dichos títulos estén en manos de trescientos o más accionistas (Sección 15(d)). Estas sociedades, no obstante, están sujetas a un régimen menos estricto.

---

<sup>483</sup> Cfr. Hazen, Thomas Lee, "*Principles...*", pág. 201.

<sup>484</sup> Por ejemplo, los títulos registrados para su cotización en una bolsa nacional de valores (porque ya están registrados bajo la Ley de 1934), títulos de emisores registrados bajo la Ley de Compañías de Inversión de 1940, títulos emitidos por ciertas entidades financieras de ahorro público, entre otros. La SEC tiene la facultad de eximir de registro otros títulos, sociedades, personas o transacciones, siempre que ello sea en interés del público y sea consistente con la protección de los inversores.

(i) Los deberes de información periódica.

La Sección 13(a), de la Ley de 1934, contiene los deberes de suministro periódico de información que deben cumplir los sujetos alcanzados. En el sistema de la referida ley, no existe una obligación genérica de suministrar información, sino deberes específicos relacionados con información concreta. De ahí que la mera omisión de brindar determinada información no configura una violación de las normas federales antifraude si no existe una norma expresa que ordene difundir esa información<sup>485</sup>.

En este sentido, la Ley enumera la información que debe suministrarse, autorizando también a la SEC a requerir información adicional necesaria para la protección de los inversores y asegurar transacciones justas con valores. Así, la Sección 13(a)(1) delega en la SEC la potestad de requerir la documentación que estime necesaria para mantener actualizada la información y documentación presentada por la sociedad al tiempo de registrarse. El sistema está basado en el principio de “información total” (*full disclosure*), es decir, que la emisora debe suministrar cualquier información que sea relevante para el inversor a la hora de tomar una decisión<sup>486</sup>.

La Sección 13(a)(2) impone a las sociedades registradas bajo la Ley la presentación de informes anuales y trimestrales. Copia de estos informes debe presentarse en las bolsas nacionales de valores en las que los títulos de la sociedad emisora coticen. Cualquier cambio en la titularidad de los valores registrados debe informarse a la SEC dentro de los dos días hábiles de producida la transacción. Para presentar los informes anuales y trimestrales, la sociedad debe utilizar los formularios 10-K y 10-Q,

---

<sup>485</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, págs. 203 y 204.

<sup>486</sup> En aras de mantener ese principio, la SEC está continuamente emitiendo guías de interpretación sobre la información que considera debe ser informada. Con motivo de la pandemia de COVID 19, por ejemplo, el organismo de contralor emitió en marzo y junio de 2020 las Guía de Suministro de Información Nos. 9 y 9A, respectivamente (*Disclosure Guidance Topic No. 9* y *Disclosure Guidance Topic No. 9A*), instando a las compañías emisoras a informar de qué manera la referida pandemia ha impactado en sus operaciones, su liquidez, su actividad financiera, sus fuentes de financiamiento, contratos con proveedores, etc., e incluso se debe informar si existen dudas sobre la continuidad de la empresa y los planes diseñados para hacer frente a la crisis. Lo mismo ha hecho la Autoridad Europea de Mercados y Valores.

respectivamente, que detallan la información a incluir<sup>487</sup>. Ciertas compañías de menor porte gozan de un régimen de información menos oneroso.

Además de la información periódica, la sociedad debe comunicar: la celebración de contratos relevantes fuera del curso ordinario de sus negocios y sus terminaciones, cualquier obligación financiera relevante o eventos que hagan exigible o aumenten dicha obligación, costos importantes asociados a la terminación de negocios o contratos relevantes, cualquier deterioro financiero relevante, cualquier notificación de que la sociedad puede ser dada de baja de la bolsa o mercado en que esté registrada o cualquier incumplimiento de estándares impuestos por dichas bolsas o mercados, cualquier transferencia de la autorización de cotización, transferencias de acciones, modificaciones relevantes a los derechos de los accionistas, cambios en el directorio o funcionarios principales, modificaciones en los documentos constitutivos de la sociedad, cambios en la fecha de cierre del ejercicio fiscal, entre otras circunstancias.

Las normas de la SEC prescriben que no habrá responsabilidad para la sociedad por no informar en tiempo hasta siete de los rubros antes mencionados, siempre que la información omitida no se presente más allá de la fecha de presentación de los informes periódicos.

La Regulación S-X, de la SEC detalla la forma en que debe presentarse la información y contiene también normas sobre preparación de los estados contables. Tradicionalmente, la SEC ha confiado en los Principios Contables Generalmente Aceptados (*Generally Accepted Accounting Principles*, GAAP<sup>488</sup>) y en los Estándares de

---

<sup>487</sup> Entre otra información, estados contables anuales y trimestrales, remuneración de los administradores y funcionarios de la sociedad, planes de remuneración en acciones y discusión y análisis de las operaciones de la sociedad por parte de los administradores, incluyendo tendencias favorables o adversas. Por su parte, los gerentes generales y gerentes financieros de las sociedades deben certificar la exactitud de la información suministrada, bajo pena de responsabilidad penal y administrativa. Entre otras cosas, esas certificaciones deben garantizar que los estados financieros presenten razonablemente la condición financiera de la sociedad, el resultado de sus operaciones y sus flujos de dinero.

<sup>488</sup> Adoptados por el Directorio de Estándares Contables Federales (*Federal Accounting Standards Board*, FASB).

Auditoría Generalmente Aceptados (*Generally, Accepted Auditing Standards, GAAS*)<sup>489</sup>, en la creencia de que apartarse de dichos principios y estándares podría ser perjudicial para los inversores.

En 2002, la Ley Sarbanes-Oxley creó el Directorio de Supervisión Contable de las Compañías Públicas (*Public Company Accounting Oversight Board, PAOCB*), entidad privada sin fines de lucro encargada de supervisar las auditorías de las compañías de capital abierto o públicas y establecer estándares de auditoría, de independencia y de control interno. Lleva además un registro de las empresas de auditoría habilitadas para operar con compañías públicas.

La Sección 10A, de la Ley de 1934, establece los requisitos que deben cumplir los contadores públicos independientes que realicen auditorías y certifiquen estados contables de sociedades emisoras. La norma requiere la aplicación de GAAS y que los procedimientos de auditoría estén designados para descubrir actos ilegales que tengan efectos directos y relevantes en los estados contables. La Sección 10A(b) exige que los contadores públicos independientes a cuyo conocimiento llegue cualquier información que sugiera que se han cometido o puedan haberse cometido actos ilegales realicen una investigación sobre ello e informen a los administradores de la sociedad emisora. Si el auditor descubre la existencia de un acto ilegal relevante y que los administradores no han adoptado ninguna decisión para remediar ese acto, debe informar al directorio. La sociedad emisora que reciba esos informes de sus auditores debe, dentro del primer día hábil luego de recibido el informe, informar el hecho a la SEC y suministrar copia al auditor de la presentación realizada. Si el auditor no recibe ese informe debe renunciar e informar a la SEC el hecho o simplemente informar a la SEC. El incumplimiento de estas normas genera responsabilidad administrativa.

Otro aspecto que se requiere es que los procedimientos de auditoría permitan detectar la ocurrencia de transacciones con partes relacionadas, especialmente las que

---

<sup>489</sup> Adoptados por el Directorio de Supervisión Contable de las Compañías Públicas (*Public Company Accounting Oversight Board, PAOCB*). Para las compañías privadas, la entidad que establece los GAAS es el Instituto Americano de Contadores Públicos Certificados (*American Institute for Certified Public Accountants, AICPA*).

puedan afectar a los estados contables.

En cuanto al carácter de independencia que debe tener la auditoría externa de la sociedad emisora, las reglas de la SEC identifican cuatro situaciones en las que esa independencia se ve afectada: conflicto de intereses con la emisora, si la firma de auditoría realiza otros trabajos para el cliente además de auditar sus estados contables, si la firma o sus empleados son empleadores o administradores del cliente, y si la firma de auditoría actúa como representante del cliente.

La independencia de los auditores debe existir tanto en la realidad, es decir, que no existan factores que afecten el juicio del auditor en la realización de la auditoría, como también en la apariencia, pues las circunstancias de la relación del auditor con la sociedad auditada no deben inducir a un inversor razonable a concluir que aquél no es independiente (aunque, de hecho, lo sea).

A partir de las reformas introducidas por la Ley Sarbanes-Oxley, se han reducido sustancialmente los servicios que una firma de contadores o auditores puede suministrar a sus clientes juntamente con el de auditar sus estados contables, entre ellos, el de preparar los mismos estados contables que deben auditar.

(ii) Deberes de suministrar información en cabeza de accionistas, administradores o empleados de la sociedad emisora.

En virtud de la Sección 16(a), de la Ley de 1934, todos los funcionarios<sup>490</sup>, directores y beneficiarios<sup>491</sup> que posean más del diez por ciento de cualquier clase de

---

<sup>490</sup> El término utilizado en inglés es el de *officer*. Esta expresión ha suscitado algún debate jurisprudencial. Las reglas actuales aclaran que se entenderá por *officer* de una sociedad al presidente, cualquier vicepresidente que esté a cargo de una unidad de negocios o de una función particular, el gerente financiero principal, el gerente contable o administrativo principal, así como cualquier otro gerente o persona que realiza funciones que implican la determinación de políticas dentro de la compañía, excepto que no sean relevantes. También se incluyen funcionarios de cualquier sociedad madre o subsidiaria de la emisora cuando están en condiciones de determinar políticas de esta última. No están incluidos los meros directores asesores, eméritos u honorarios.

<sup>491</sup> Se entiende por este término (*beneficial owners*) a cualquier persona que tenga un interés pecuniario directo o indirecto sobre las acciones, incluso por vía de un contrato, arreglo, entendimiento, relación o de otro modo. Esto ha generado cierta casuística jurisprudencial, especialmente a la hora de

acciones<sup>492</sup> registradas bajo la referida ley deben informar a la SEC esa tenencia dentro del segundo día hábil de alcanzado el porcentaje mencionado. Cualquier cambio en dicha tenencia también debe ser informado. Los sujetos obligados antes enumerados se denominan con el término genérico de *insiders*, es decir, personas que “dentro” de la sociedad emisora realizan transacciones con las acciones de aquella<sup>493</sup>. Asimismo, dentro de los cuarenta y cinco días del cierre del ejercicio fiscal de la sociedad emisora, las personas mencionadas deben informar cualquier transacción que implique alcanzar el porcentaje indicado de acciones de dicha sociedad emisora y que no hubiesen sido informadas antes debido a una excepción legal de informar o simplemente por incumplimiento. Estos informes también deben ser suministrados a la bolsa o mercado de valores en que coticen las acciones. El deber de informar se extiende a transacciones ocurridas durante los seis meses siguientes a la última transacción informada, aun cuando la persona haya dejado de ser funcionario o director.

No deben ser informadas transacciones que formen parte de un plan de remuneración en acciones otorgado a los empleados; o las que involucren una división de acciones, siempre que se aplique a todos los miembros de la clase de acciones de que se trate; o el otorgamiento por parte de la sociedad emisora de derechos de suscripción de acciones a todos los miembros de una clase de ellas, aunque el ejercicio de dichos derechos o su transferencia sí debe ser informado.

## 12.- Conclusiones.

---

determinar si un pariente o cónyuge de un sujeto alcanzado puede ser entendido como beneficiario (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 346).

<sup>492</sup> El término en inglés es *equity securities* y abarca no sólo cualesquiera títulos que representen una parte de capital de la sociedad emisora, si no también cualquier título convertible en aquéllos, warrants y derechos de suscribirlos o adquirirlos, siempre y cuando la conversión pueda realizarse sin obstáculos, condiciones o contingencias. También se consideran incluidos los *swaps* sobre acciones, aunque no los futuros sobre acciones pues en este caso la conversión sólo puede realizarse en la fecha de ejecución del contrato y no de manera inmediata.

<sup>493</sup> De hecho, la cantidad de transacciones que realizan los *insiders* es una señal de que la sociedad emisora está en buena posición y suele ser analizada por los inversores (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 344).

He entendido necesario realizar una descripción tal vez algo más minuciosa de la regulación de los mercados de capitales en los Estados Unidos dada la importancia que tiene como histórica fuente de inspiración de la legislación argentina en la materia.

Así, como se ha visto, el sistema federal norteamericano regulador de los valores y de sus mercados está basado en la noción de pleno suministro de información relevante (*full disclosure*). En la medida en que los sujetos obligados cumplan con sus deberes de suministrar la información requerida por las leyes federales, el sistema presume que el mercado y todos los participantes en él estarán suficientemente abastecidos con toda la información relevante a la hora de tomar decisiones de inversión. Este modelo se basa en la teoría económica del mercado de competencia perfecta que no ha estado exento de críticas y cuestionamientos por parte de economistas y juristas en parte porque presume, sin admitir prueba en contrario, que los agentes económicos siempre toman decisiones racionales tendientes a maximizar sus beneficios. Las modernas teorías económicas hablan cada vez más de las decisiones irracionales de los agentes económicos y buscan en la psicología herramientas que les permitan predecir o, al menos, atenuar las consecuencias indeseables de esa irracionalidad.

Pero, además, la presunción de que el acceso a la información de todos los participantes en el mercado garantiza por sí solo la obtención de un precio justo para los títulos y la realización de transacciones equitativas sobre ellos es también una noción en crisis. El propio concepto de “información” sigue siendo tema de debate y análisis, incluso filosófico. En esta era de comunicaciones instantáneas y de Internet es justamente el exceso de información lo que genera el efecto contrario: cada vez hay menos personas convenientemente “informadas” y cada vez más personas en posesión de una cantidad enorme de datos que, sólo a través de un esforzado proceso, se transforma en verdadera información.

Los escándalos financieros de este siglo XXI son muestra de las grietas del sistema y las reformas legislativas que se han limitado a exigir el suministro de más información (especialmente luego de la caída de Enron en 2001) se han visto impotentes para prevenir nuevas crisis.

El clásico debate doctrinario en los Estados Unidos ha sido, especialmente luego de cada reforma legislativa, entre quienes sostienen la necesidad de mayor regulación y

quienes piensan que a mayor regulación, menos eficiencia del mercado. El gobierno y el congreso federal se han mostrado, en general, proclives a una mayor regulación y a un incremento de las condiciones de aplicación de los regímenes de responsabilidad civil, penal y administrativa.

De todas maneras, debe tenerse presente que los mercados de valores de los Estados Unidos son probablemente los más eficientes del mundo, lo que demuestra que, pese a sus fallas, el sistema regulador ha funcionado aceptablemente bien, al punto de ser imitado en muchos países, incluyendo el nuestro.

Por otro lado, se trata de un sistema basado en una técnica legislativa que tiende a la minuciosidad y al detalle, generando un fárrago de disposiciones legales y reglamentarias no siempre fácil de seguir e interpretar, lo que, como se dijo también, ha contribuido a generar una clase de abogados y otros profesionales altamente especializados en estos temas cuya consulta se hace prácticamente ineludible a la hora de operar en los mercados.

No puede dejar de mencionarse también que los gigantescos volúmenes negociados en los mercados norteamericanos, sobre todo los relacionados con instrumentos derivados, genera la aparición de prácticas especulativas y manipuladoras de todo tipo, a veces abiertamente ilegales, pero otras al borde de la ilegalidad cuya condición de subsistencia es justamente el preciso conocimiento de las normas federales y de la jurisprudencia sobre el tema, especialmente de las posibles fallas del sistema. Basta al respecto contemplar la abundante literatura y las realizaciones cinematográficas que allí se han producido criticando el desmedido afán de lucro de los operadores e intermediarios.

Particularmente delicado es el caso de los instrumentos derivados los que, si bien fueron creados inicialmente con un sano propósito de estabilizar cotizaciones, también presentan un amplio campo para la especulación pura.

Por otro lado, si se compara el sistema de mercado de capitales de los Estados Unidos con el de la Argentina, puede advertirse claramente la influencia de muchas normas de aquél país en la regulación local. La ley 17.811, las numerosas Resoluciones Generales de la CNV de los años noventa y el decreto 677/2001 reconocen como



inspiración el modelo estadounidense, especialmente en cuanto al sistema de autorregulación de los mercados. La LMC, si bien eliminó dicho sistema, mantiene muchas de las normas anteriores e incluso aquellas que incorpora como novedades, concretamente las relativas a las acciones de responsabilidad que se verán más adelante, tienen su fuente en las normas sobre responsabilidad previstas en las leyes federales de los Estados Unidos.

No obstante, como se mencionó, el origen netamente continental de nuestro derecho civil, incluyendo el régimen común de responsabilidad, provoca tensiones con las normas de la LMC sobre el tema contenidas en el Capítulo VI lo que da lugar a interpretaciones que no serían posibles (o no lo serían del mismo modo) en el sistema anglosajón en que se inspiran.

Esto tendrá importantes repercusiones a la hora de analizar la responsabilidad de los administradores de sociedades emisoras, tema que se tratará en la Tercera Parte de esta obra.

## CAPÍTULO IV

### Los mercados de capitales en la Argentina

#### 1.- Introducción. Mercado de dinero y mercado de capitales.

En el mercado de dinero en la Argentina los intermediarios por excelencia son las entidades financieras, reguladas en nuestro país por la ley 21.526, y sus reformas, y supervisadas por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, dependiente del Banco Central de la República Argentina. Pero los mercados de valores tienen actuación también en el mercado de dinero a través, por ejemplo, de la negociación de diversos títulos de corto plazo (como los llamados *commercial papers*, facturas de crédito, cheques, entre otros), en cuyo caso la supervisión se encuentra a cargo de la Comisión Nacional de Valores.

En los mercados de capitales, en los que se opera con valores mobiliarios, actúan los mercados de valores, mercados de futuros y opciones y mercados a término, aunque esta enumeración no es exhaustiva, pues periódicamente se agregan nuevas formas de negociación, fruto de la dinámica cambiante de estos mercados.

Cabe destacar que en los mercados de capitales los bancos tienen un lugar fundamental, no sólo como intermediarios en la colocación de títulos, sino también como agentes, a través de las sociedades de bolsa, o directamente en mercados como el Mercado Abierto Electrónico.

Entonces, el mercado de capitales presenta un universo de operadores, emisoras, inversores, autoridades de control y productos ofrecidos que generan diversos tipos de operaciones, de acuerdo con las necesidades y oportunidades que presenta el momento.

#### 2.- Régimen legal.

El régimen legal de los mercados de capitales se encuentra regulado actualmente por la ley 26.831<sup>494</sup> y sus modificatorias (Ley de Mercado de Capitales o LMC), su

---

<sup>494</sup> Sancionada el 29 de noviembre de 2012 y promulgada el 27 de diciembre de 2012.

decreto reglamentario 471/2018<sup>495</sup>, y sus modificatorias, y las Normas de la CNV.

La LMC introdujo una importante reforma al régimen establecido por el decreto 677/2001<sup>496</sup> y la anterior ley 17.811, especialmente al eliminar el sistema de

---

<sup>495</sup> Publicado en el Boletín Oficial el 18 de mayo de 2018.

<sup>496</sup> El decreto mencionado, publicado en el Boletín Oficial el 28 de mayo de 2001, incorporó reformas sustanciales en el régimen de los mercados de valores y fue sancionado en uso de los poderes especiales otorgados al Poder Ejecutivo Nacional por el Congreso de la Nación en la ley 25.414, los que lo habilitaron a sancionar normas destinadas a la competitividad de la economía argentina. Concretamente, en los fundamentos del decreto se mencionan las disposiciones del artículo 1º, inciso I), de la ley 25.414 ("Materias determinadas de su ámbito de administración"), apartado d), que delega en aquel órgano la atribución de desregular y mejorar el funcionamiento y la transparencia del mercado de capitales, garantizando el debido control del sector, y del artículo 1, inciso II), de la referida ley ("Emergencia pública"), apartado e), que lo autoriza a dar continuidad a la desregulación económica derogando o modificando normas de rango legislativo de orden nacional sólo en caso de que perjudiquen la competitividad de la economía, "... *exceptuando expresa e integralmente toda derogación, modificación y suspensión de la ley 23928 de convertibilidad, de los Códigos Civil, de Minería y de Comercio o en materia penal, tributaria, laboral del sector público y privado, salud, previsional, de las asignaciones familiares, la ley marco regulatorio del empleo público (Ley 25.164) y la ley 25.344 de emergencia pública, en lo referido al pago de la deuda previsional con Bonos BocOn III, contenidos en el artículo 13 de la mencionada ley*". (Véase, Villegas, Marcelo y Kenny, Mario, "El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas en el gobierno corporativo", Errepar, 09/01). La norma tenía la declarada intención de proveer a los mercados de confianza y seguridad con el fin de adquirir un funcionamiento óptimo y reducir el costo del capital para las emisoras. Asimismo, en ese rumbo, incorporó muchas de las recomendaciones contenidas en los Principios de Gobierno Corporativo, del Código de Mejores Prácticas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, de mayo de 1999 (la última versión de estos principios fue actualizada en 2015 y puede consultarse *online* en: [www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm](http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm)). También se tuvieron en cuenta otros *códigos de buen gobierno elaborados en distintos países, fundamentalmente en los Estados Unidos y Europa y normas dictadas por la Unión Europea*. Por otro lado, se pretendió fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios, así como también las facultades de la CNV. Contiene normas que intentan mejorar el funcionamiento del directorio y de la asamblea de accionistas, flexibiliza los cambios de estructura del capital social, permitiendo la emisión de opciones, la recompra de acciones propias y la posibilidad de aumentar la cantidad de acciones ofrecidas cuando el emisor enfrenta una demanda no anticipada. Se quiso también regular más eficientemente al mercado de capitales, incorporando el comité de auditoría en el directorio, con mayoría de directores independientes; modificando el régimen de oferta pública con el fin de garantizar la igualdad de trato para todos los inversores; estableciendo un régimen para la adquisición de participaciones accionarias residuales (*squeeze out*); instituyendo un procedimiento para asegurar el

autorregulación de los mercados y confiriendo a la Comisión Nacional de Valores (CNV) el papel de único organismo de control de la oferta pública de títulos valores, concentrando en ella las facultades de autorización, supervisión, regulación, fiscalización y poder disciplinario<sup>497</sup>.

---

pago de un precio equitativo cuando las sociedades se retiran del mercado; y un procedimiento especial para los contratos con partes relacionadas, como así también un sistema de arbitraje destinado a dirimir conflictos suscitados en los mercados; permitiendo la celebración de reuniones de directorio y asambleas por medios no presenciales y el uso de la firma digital, entre otras. Asimismo, *se incorporaron o se ampliaron principios de transparencia en los mercados, a través de la obligación de brindar información relevante, la prohibición de prácticas de tráfico de información privilegiada (insider trading) y de manipulación de mercado, se estableció un nuevo régimen de responsabilidad por la información brindada en el prospecto, se incluyeron normas sobre auditores externos destinadas a asegurar la independencia de aquéllos y la obligación de incluir información adicional en los estados contables. Muchas de estas disposiciones se incorporaron luego a la Ley de Mercado de Capitales, 26.831. Algunos autores criticaron el decreto 677/2001 no sólo por su dudosa constitucionalidad (véase al respecto, Anaya, Jaime Luis, “Los límites de la delegación legislativa. (El caso del decreto 677/2001)”, *El Derecho* 196-775 [2002]), sino también, por ejemplo, por no incorporar un concepto más amplio de oferta pública que abarcara la oferta extrabursátil (véase Fernández Madero, Nicolás, “El concepto de oferta pública y su reglamentación. Hacia una reforma de la ley 17.811”, *JA* 2004-IV-1373), como así también por ciertas incongruencias procesales en sus disposiciones (véase en este sentido Balbín, Sebastián, “Sobre un nuevo tipo de acción societaria de responsabilidad”; *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, 2003-877). Pero, en general, la norma fue bien recibida por la doctrina. La jurisprudencia, por su parte, aplicó las normas del decreto, siendo probablemente uno de los fallos más resonantes el caso *Alpargatas*, sentenciado por la Sala F, de la Cámara Nacional en lo Comercial (“Comisión Nacional de Valores c. *Alpargatas SA*”, sentencia del 07/08/2011, *El Dial* No. 276/07. En el caso, se trató de información relevante (posible venta de paquete accionario) que no había sido informada oportunamente por el directorio, incluyendo el uso de información privilegiada por parte de los accionistas vendedores, en perjuicio de los accionistas minoritarios. Resulta interesante resaltar que en este fallo se juzgó contrario a sus deberes el rol de los directores miembros del comité de auditoría de la empresa que se suponían independientes. Ver a este respecto Camerini, Marcelo, “El caso *Alpargatas*. El deber de información al mercado y el rol de los órganos de administración”, *El Dial* DC17A6). Lamentablemente, la crisis de los años 2001-2002 y las subsiguientes no permitieron alcanzar el fin perseguido por la norma, esto es, el crecimiento del mercado de capitales y su funcionamiento eficiente.*

<sup>497</sup> En mayo de 2018 la ley sufrió una importante reforma mediante la sanción de la ley 27.440 que eliminó algunos aspectos controvertidos del régimen anterior, especialmente en lo atinente a las facultades que se habían otorgado a la CNV.

El artículo 1 de la LMC establece sus objetivos y los principios fundamentales, que deben guiar la interpretación de sus normas, entre los que se cuentan promover la participación en el mercado de capitales de inversores<sup>498</sup> y otras entidades, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo; fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor; promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas; propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos de acceso y conexión, con protocolos de comunicación estandarizados, de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología; reducir el riesgo sistémico en los mercados de capitales; propender a la integridad y transparencia de los mercados de capitales; y propender a la inclusión financiera<sup>499</sup>.

La ley declara ser su objeto el desarrollo del mercado de capitales y la regulación de los sujetos y valores negociables<sup>500</sup> comprendidos dentro de dicho mercado<sup>501</sup>.

Por otro lado, pretende promover la participación de actores económicos como las instituciones de ahorro público u organizaciones profesionales y sindicales y establece

---

<sup>498</sup> El texto original de la ley 26.831 decía “pequeños inversores”.

<sup>499</sup> Los tres últimos incisos fueron agregados por la ley 27.440. Compárese con los objetivos del decreto 677/2001: “... que los mercados financieros puedan promover su propio desarrollo, favorecer su liquidez, estabilidad, solvencia y transparencia, y crear mecanismos que permitan garantizar la eficiente asignación del ahorro hacia la inversión”, y “... crear la confianza y seguridad necesaria para abaratar el costo del capital y aumentar el financiamiento de las empresas”. Se advierte un cambio de filosofía entre ambas normativas, lo que no fue modificado por la ley 27.440.

<sup>500</sup> El artículo 2, de la LMC, define a los valores negociables con un criterio amplio muy al estilo de la de *securities* del derecho norteamericano. Fue introducida por el Decreto 677/2001 reemplazando la tradicional de “títulos valores” empleada por la ley 17.811.

<sup>501</sup> Artículo 1, primer párrafo. El texto original de esta norma decía: “La presente ley tiene por objeto la regulación de los sujetos y valores negociables comprendidos dentro del mercado de capitales, sujetos a la reglamentación y control de la Comisión Nacional de Valores.”. Es decir, colocaba a la CNV en el centro de la escena.

como uno de sus objetivos propender a la inclusión financiera. En este sentido, hace expresa referencia a la necesidad de fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor<sup>502</sup>.

### 3.- La CNV.

La LMC amplió las facultades de la CNV, que pueden sintetizarse en las siguientes:

- regulatoria, en cuanto dicta las normas a las que deben adecuarse los participantes en el mercado.
- fiscalizadora, en tanto actúa como órgano principal de policía de la oferta pública.
- instructoria, en la medida en que puede instruir sumarios investigativos para determinar posibles violaciones a las normas aplicables.
- sancionatoria, pues está facultada para imponer sanciones administrativas<sup>503</sup>.

Habría que agregar a estas facultades la registral, dado que lleva el registro de los participantes en los mercados, agentes e instituciones, como así también el de oferta pública. Por otro lado, conforme lo dispone el artículo 1, de la ley 22.169, y el inciso f), del artículo 19, LMC, es la autoridad de control de las sociedades que hacen oferta pública de sus títulos negociables. En uso de esta potestad, la CNV tiene no sólo un control de legalidad formal, sino sustancial, pudiendo denegar, suspender o revocar las

---

<sup>502</sup> En los considerandos del decreto reglamentario 1023/2013 (que fue luego derogado por el decreto 471/2018, reglamentario de la ley 27.440) expresamente se manifestaba la necesidad de asegurar la plena vigencia de los derechos consagrados en el artículo 42, de la Constitución Nacional y se habla del “consumidor financiero”. Empero, no debe verse esto necesariamente como una remisión al ordenamiento de consumo, sino que simplemente la ley, inspirada en los principios del derecho del consumidor, procura establecer un estatus particular de defensa del consumidor financiero. En principio, parecería que el nuevo cuerpo legal intenta ser más protectorio del pequeño inversor que la misma ley de defensa del consumidor, con lo que la aplicación de esta última estaría desplazada. Se tratará más este tema al hablar de la responsabilidad de los administradores en los mercados de capitales.

<sup>503</sup> Salvochea, Ramiro, “*Mercado de capitales y buen gobierno corporativo*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2016, pág. 128.

autorizaciones concedidas<sup>504</sup>. Puede incluso declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización cuando sean contrarios a la normativa aplicable<sup>505</sup>. Entre sus facultades también se encuentran las de iniciar acciones judiciales y reclamar judicialmente el cumplimiento de sus decisiones, requerir al juez competente el allanamiento de lugares privados, denunciar delitos o constituirse en parte querellante, solicitar todo tipo de información y requerir al juez competente el auxilio de la fuerza pública<sup>506</sup> (artículo 20).

---

<sup>504</sup> En consecuencia, las sociedades cotizadas no se ven afectadas por la modificación del artículo 6, de la LGS, operada por la ley 26.994. Resulta interesante mencionar que el texto original del inciso f), del artículo 19, de la LMC, decía: “*Cumplir las funciones delegadas por la ley 22.169 y sus modificaciones respecto de las entidades registradas en los términos del inciso d), desde su inscripción y hasta la baja en el registro respectivo, cuenten o no con autorización de oferta pública de sus acciones otorgada por la Comisión Nacional de Valores*”. Es decir, que se instituía a la CNV como organismo de control societario no sólo de las personas jurídicas que hacían oferta pública de títulos valores (como expresaba y expresa el artículo 1, de la ley 22.169) sino también sobre las personas jurídicas autorizadas a funcionar como mercados, agentes registrados y cualquier otra que por sus actividades vinculadas al mercado de capitales quedasen comprendidas bajo la competencia de la CNV, a criterio de ésta. La ley 27.440 volvió al sistema anterior en que sólo las sociedades que hacen oferta pública de valores negociables quedan comprendidas en el control societario por parte de la CNV. El texto anterior implicaba, en opinión de varios comentaristas, una invasión sobre las competencias provinciales en la materia.

<sup>505</sup> La potestad en cuestión fue introducida por el decreto 677/2001. El texto original de la ley 26.831 agregó la frase, creo que desafortunada y de dudosa constitucionalidad, “sin sumario previo”, lo que motivó el fuerte rechazo de la doctrina (cfr., por ejemplo, Magnasco, Javier Luis, Martínez de Hoz, Alejandro y Videla, Felipe, “*La declaración de irregularidad e ineficacia en la reforma de la Ley 17.811*”, La Ley, Suplemento Especial Regulación del Mercado de Capitales 2012, (diciembre), 06/12/2012, 73. La ley 27.440 también modificó el artículo 20 eliminando la potestad de la CNV para separar de sus cargos a los administradores de una sociedad cuando existiere, a juicio del órgano de control, un “*peligro de extrema gravedad para los derechos de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores*”, fórmula vaga e imprecisa (contenida en el decreto reglamentario) que confería un poder casi omnímodo al ente. También se eliminó la facultad de designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración.

<sup>506</sup> El texto original de este inciso decía: “... *recabar directamente el auxilio de la fuerza pública...*”. Como se ve, la ley 26.831 otorgaba originalmente facultades extraordinarias a la CNV, que fueron morigeradas por la ley 27.440.

Como ya se dijo, la nueva ley elimina el anterior sistema de autorregulación, asumiendo ahora la CNV directamente el ejercicio de funciones que antes se encontraban descentralizadas y en cabeza de los mercados y bolsas.

La CNV es una entidad autárquica del Estado nacional, dependiente del Ministerio de Economía de la Nación, que entiende en los recursos de alzada que se interpongan contra sus decisiones (artículo 6, LMC).

Tanto el directorio, como el personal de la CNV, deben guardar secreto de las informaciones obtenidas en el ejercicio de sus funciones y en caso de violar este deber se harán pasibles de las sanciones administrativas y penales que correspondan (artículo 25, LMC). Se exceptúa la información relacionada con la investigación de los delitos de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo y, en general, cuando sea solicitada por la Unidad de Información Financiera (UIF).

El deber de guardar secreto se extiende a los agentes registrados en la CNV y a los integrantes de los órganos de administración y fiscalización de los mercados y bolsas de valores.

Pero hay otras excepciones en caso de información solicitada por el BCRA y la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), así como por autoridades extranjeras análogas a la CNV en el marco de acuerdos de colaboración (artículos 26 y 27, LMC).

Por otro lado, la CNV tiene la facultad (y el deber) de imponer sanciones a las personas físicas y jurídicas que infrinjan la normativa sobre mercados, sin perjuicio de las acciones civiles o penales que correspondieren a los damnificados. Estas sanciones pueden ser apercibimiento, que puede incluir la obligación de publicar la sanción en el Boletín Oficial y hasta en dos diarios de circulación nacional; multa de cien mil a cien millones de pesos, que podrá ser elevada hasta el quintuplo del beneficio obtenido o del perjuicio ocasionado; inhabilitación de hasta cinco años para ejercer funciones como directores, administradores, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, contadores dictaminantes o auditores externos o gerentes de mercados autorizados y de agentes registrados o de cualquier otra entidad bajo fiscalización de la CNV; suspensión de hasta dos años para efectuar oferta pública o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública; y prohibición para efectuar ofertas públicas de valores



negociables o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública (artículo 132, LMC).

A los fines de la fijación de las sanciones, la CNV deberá tener especialmente en cuenta las siguientes pautas: la magnitud de la infracción; los beneficios generados o los perjuicios ocasionados por el infractor; el volumen operativo del infractor; la actuación individual de los miembros de los órganos de administración y fiscalización y su vinculación con el grupo de control, en particular, el carácter de miembro independiente o externo de dichos órganos. En el caso de las personas jurídicas responderán solidariamente los directores, administradores, síndicos o miembros del Consejo de Vigilancia y, en su caso, gerentes e integrantes del Consejo de Calificación, respecto de quienes se haya determinado responsabilidad individual en la comisión de las conductas sancionadas (artículo 133, LMC).

Adviértase que la norma permite, por un lado, considerar la actuación individual de los miembros del directorio o consejo de vigilancia, así como su carácter independiente o externo, pero, por otro lado, les impone responsabilidad solidaria. El tema será tratado más ampliamente en la parte de esta obra dedicada a la responsabilidad de los administradores, pero puede adelantarse aquí que, a mi juicio, la interpretación correcta de la norma debe apoyarse en su última frase: “... *respecto de quienes se haya determinado responsabilidad individual en la comisión de las conductas sancionadas.*” Por ejemplo, cuando se hubiere determinado la responsabilidad de una persona jurídica, los miembros de su directorio, por ejemplo, responderán solidariamente con aquella en la medida en que se haya determinado su participación individual en las conductas sancionadas, pero no serán alcanzados aquellos miembros respecto de los cuales no se hubiere determinado esa actuación individual. Esto se compadece con el carácter penal que, en definitiva, tienen estas normas.

Contra las resoluciones de la CNV que impongan sanciones, declaren la irregularidad o ineficacia de decisiones societarias o denieguen, suspendan o revoquen inscripciones o autorizaciones se habilita la vía del recurso judicial a las Cámaras de Apelaciones Federales con competencia en materia comercial (artículo 143, LMC)<sup>507</sup>. Los

---

<sup>507</sup> El texto original de la ley 26.831 mencionaba a las Cámaras de Apelaciones Federales, sin aclarar cuáles, entendiéndose que era a las que tienen competencia en materia penal. La ley 27.440

recursos se interponen y fundan por ante la CNV (artículo 145, LMC).

Los artículos 141 y 142, de la LMC, otorgan a la CNV facultades en relación con la oferta pública o negociación de valores negociables. Conforme a la primera de las normas, cuando se advierta fundadamente la existencia de situaciones de riesgo sistémico u otras de muy grave peligro, la CNV podrá suspender preventivamente dicha oferta o negociación hasta que hechos sobrevinientes hagan aconsejable la revisión de la medida<sup>508</sup>. Asimismo, el artículo 142 faculta a la CNV a interrumpir transitoriamente la oferta pública de valores negociables u otras operaciones cuando se encuentre pendiente la difusión de información relevante o se presenten circunstancias extraordinarias que lo tornen aconsejable y hasta que desaparezcan las causas que determinaron la decisión.

Por otro lado, el artículo 29, LMC, establece que la CNV reglamentará los requisitos que los mercados y las cámaras compensadoras deben cumplir a los efectos de su autorización para funcionar y de su inscripción en el registro correspondiente. De esta manera, la LMC modificó el sistema anterior en el que el otorgamiento de la autorización para funcionar a las bolsas y mercados de valores era privativo del poder ejecutivo, quien se pronunciaba a propuesta de la CNV, mediante el dictado de un decreto. Ahora esa facultad es exclusiva de la CNV.

#### 4.- Los mercados.

##### (A) En general.

Quizás los sujetos más importantes en la estructura institucional del mercado de capitales sean las entidades que actúan en él como mercados.

Desde antaño, se definió a la bolsa como la institución, y por extensión el local, donde se reúnen en forma habitual los comerciantes o intermediarios, para concertar o

---

específica que deben entender las cámaras con competencia comercial, tal cual era en la vieja ley 17.811.

<sup>508</sup> Se trata de facultades libradas a la libre interpretación del órgano de control, pues, lamentablemente, ni la ley, ni su decreto reglamentario, ni las Normas de la CNV definen lo que se debe entender por riesgo sistémico. La ciencia financiera suele definirlo como el riesgo de contagio que se produce en una crisis financiera como consecuencia de su concentración en un determinado sector de la economía pudiendo afectar directamente al resto de sectores productivos comprendidos en ésta.

facilitar operaciones mercantiles.<sup>509</sup>

Tradicionalmente existieron en el mundo tres sistemas de constitución de bolsas de comercio. a) El sistema de libertad, en el que las bolsas se organizaban libremente y sus mercados eran autorregulados. El estado no ejercía casi ningún control sobre ellas<sup>510</sup>; b) el sistema de bolsas estatales, que dependían directamente del estado para su creación y organización<sup>511</sup>, y c) el sistema de bolsas controladas, en el que éstas se organizan

---

<sup>509</sup> Zavala Rodríguez, Carlos, “*Código de Comercio Comentado*”, Buenos Aires, Depalma, 1990, Tomo. 1, pág. 112.

<sup>510</sup> La Bolsa de Londres fue tradicionalmente el paradigma de la bolsa libre o privada. Sin embargo, durante los años noventa, como consecuencia de una serie de escándalos financieros que culminó en el colapso del Banco Baring en 1995, el gobierno del Reino Unido decidió cambiar el sistema libre de autorregulación de los mercados financieros y rediseñó el organismo de control entonces existente que pasó a llamarse *Financial Services Authority* en 1997, otorgándole mayores facultades de control que fueron incrementándose durante la primera década de este siglo. La Bolsa de Valores de Londres transfirió con estas modificaciones sus funciones de contralor al nuevo organismo. En 2013 hubo un nuevo rediseño de la política regulatoria y se abolió el *Financial Services Authority* distribuyendo sus facultades de control en diversos organismos, entre ellos el actual *Financial Conduct Authority*. A pesar de estos cambios, los organismos de control continúan siendo públicos, pero independientes del estado. Su directorio es ocupado por personas físicas sin dependencia del estado y se financia a través de recursos propios.

<sup>511</sup> Era el sistema de las Bolsas de París y de Milán. El sistema francés se caracterizaba porque el estado creaba la bolsa y los agentes que operaban en ellas se consideraban funcionarios públicos. La Bolsa de París estaba operada por la *Compagnie des Agents de Change* (sociedad de agentes de cambio), entidad que agrupaba a los agentes de bolsa que eran designados por el estado, Durante la primera década de este siglo, sin embargo, se aceleró un proceso de desregulación, en consonancia con la directiva de la Unión Europea sobre los mercados de instrumentos financieros que autorizaba la creación de sistemas multilaterales de negociación con estructuras bursátiles enteramente privadas. Es así que, a partir de fin de los años noventa, la Bolsa de París lanza una iniciativa de fusión entre diversas bolsas europeas, como las de Amsterdam y Bruselas, que culmina en la creación de Euronext en diciembre del año 2000. En 2007, Euronext se fusiona con la Bolsa de Valores de Nueva York, dando lugar a la sociedad NYSE Euronext. En 2014, y como consecuencia de la adquisición del grupo NYSE Euronext por parte de Intercontinental Exchange Inc, (ICE), grupo norteamericano formado por diversas empresas participantes en los mercados, Euronext pasa a ser una sociedad cuyas acciones cotizan en los mercados de París, Amsterdam y Bruselas con once accionistas de referencia privados, en su mayoría bancos. Se completó así un proceso de privatización completo, aunque con fuerte regulación estatal a través de la *Autorité des Marchés Financiers* (Autoridad de los Mercados Financieros). Aún hoy los mercados financieros reglamentados deben ser

libremente, pero existe un organismo del estado que autoriza y controla su funcionamiento. Es el sistema vigente en Estados Unidos y en España y adoptado luego por la mayoría de los países europeos.

En nuestro país, la ley 17.811 adoptó el sistema de bolsas controladas, estableciendo la previa autorización de la CNV para su funcionamiento. La ley preveía que las bolsas o mercados de comercio podían organizarse jurídicamente como sociedades anónimas o asociaciones civiles con personería jurídica<sup>512</sup>.

A las bolsas de comercio se solían asociar una serie de entidades entre las que se encontraban los mercados de valores. Vale decir, que en la bolsa podían existir diversos mercados. En el caso de las bolsas con mercados de valores adheridos, las funciones de las primeras eran las de registro y publicación de las operaciones y precios, establecer las condiciones para que las empresas operasen en su recinto, fijar sus requisitos contables, suspender las cotizaciones, pasar a rueda reducida a las empresas cotizantes y establecer las secciones de cotización<sup>513</sup>.

---

autorizados a funcionar por decreto del Ministro de Economía de Francia. La Bolsa de Milán siguió un itinerario similar, siendo privatizada en 1997 y diez años más tarde adquirida por la Bolsa de Valores de Londres. En octubre de 2020, Euronext anunció que había llegado a un acuerdo para adquirir la Bolsa de Milán en 4.330 millones de euros (cfr. <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/10/09/euronext-comprara-la-bolsa-de-milan-por-4330-millones-de-euros/>).

<sup>512</sup> Pese a lo dispuesto por la norma, resultaba bastante difícil que una bolsa de comercio se constituyera como sociedad anónima, dado el evidente fin de lucro que esta figura encierra. La actividad esencial de las bolsas es canalizar la inversión y actuar como entidad defensora de los mercados que la integran. Su misión es básicamente institucional y por ende su objeto choca con la forma de sociedad anónima (cfr. Verchik, Ana, “*Mercado de Capitales*”, Ed. Macchi, Buenos Aires, 1993, tomo 1, pág. 216). Por ello, las bolsas más importantes de nuestro país, como la de Buenos Aires y Rosario, se constituyeron como asociaciones civiles. No obstante, existían bolsas, con mercado de valores adherido, bajo la forma de sociedades anónimas: las de Córdoba, Mendoza y La Plata, por ejemplo. Por el contrario, los mercados de valores persiguen como fin obtener ganancias y repartir dividendos entre sus socios, por lo que el ropaje jurídico de asociación civil no les resulta apropiado. Todos los mercados de valores que se constituyeron en el país lo hicieron bajo la forma de sociedades anónimas.

<sup>513</sup> A partir de la celebración de los convenios con la CNV para agilizar el procedimiento de oferta pública, las bolsas de Buenos Aires y Rosario actuaban también como precalificadoras de las solicitudes de

Por su parte, a los mercados de valores les correspondía lo relativo a las operaciones que podían efectuarse y sus modalidades de concertación, su liquidación y garantía, requisitos, inhabilidades e incompatibilidades para actuar como agente de bolsa, clases de operaciones que podían realizarse, funcionamiento de la rueda, constitución de márgenes de garantía y su reposición, las condiciones en que el mercado garantizaba las operaciones, tipos de órdenes de mercado, mínimos y máximos para operar, entre otros.<sup>514</sup>

Los mercados de valores sólo podían admitir a la negociación títulos que hubiesen sido autorizados a cotizar por la bolsa a la que se encontraban adheridos y debían asegurar la realidad de las operaciones que realizaban los agentes, (artículo 23, ley 17.811).

Como se advierte, en el sistema derogado, el mercado de capitales podía dividirse en dos grandes segmentos: el mercado bursátil y el extrabursátil, como surgía del artículo 16, de la ley 17.811.

Es decir, que la oferta pública no debía necesariamente realizarse en mercados organizados como la bolsa. Sin embargo, esta estructura empezó a desdibujarse a partir de varias reformas efectuadas por la CNV durante la década de 1990.

Así, la Resolución General 201/92 dispuso en su artículo 41, como requisito indispensable para negociar títulos valores en todo el territorio de la República, la previa obtención de la autorización para ofertar por parte de la C.N.V. y, según el caso, la autorización para cotizar en una bolsa de comercio o en una *entidad autorregulada no bursátil* autorizada a funcionar como tal por la CNV.

A su vez el artículo 11 de dicha resolución establecía que sólo podrían realizar oferta pública aquellos intermediarios pertenecientes a *entidades autorreguladas* autorizadas a funcionar por la CNV.

El término *entidad autorregulada* hacía referencia tanto a las bolsas o mercados de valores como a los mercados extrabursátiles. El artículo 2, del Decreto 677/2001

---

ingreso al régimen y como receptoras de la documentación exigidas por la CNV, elevándola a ésta.

<sup>514</sup> Verchik, Ana, “Mercado...”, tomo 1, pág. 219.

definió a la entidad autorregulada como:

*“... las bolsas de comercio autorizadas a cotizar valores negociables y a los mercados de valores adheridos a ellas en los términos de la Ley N° 17.811 y sus modificaciones, a los mercados a término, de futuros y opciones y demás entidades no bursátiles autorizadas a funcionar como autorreguladas por la Comisión Nacional de Valores.”*

De manera que la diferencia entre mercado bursátil (organizado y fiscalizado más estrechamente) y mercado extrabursátil (que no se encontraba organizado y cuya fiscalización era más difusa) en gran medida había desaparecido, puesto que todas las entidades en donde se negociaban títulos valores debían estar autorreguladas, es decir, debían dictarse sus propias normas y reglamentos internos, en los que se previeran las normas de control sobre los agentes y demás sujetos que actuaban en ellas.

En las bolsas y mercados de valores el control sobre los agentes y las empresas cotizantes era, originalmente, efectuado por las propias entidades, que a su vez eran controladas por la CNV, es decir, que ésta ejercía un control de segundo grado o indirecto. Por el contrario, en el mercado extrabursátil, al no existir entidades organizadas el control era ejercido directamente por la CNV.

La Resolución General 201/92 vino a modificar ese sistema estableciendo que, en ambos mercados, el bursátil y el extrabursátil, el control sea ejercido primariamente por la entidad autorregulada e indirectamente por la CNV.

Tal es lo que ocurrió con el Mercado Abierto Electrónico, el principal mercado extrabursátil, que, a partir de las nuevas normas, debió organizarse jurídicamente como sociedad anónima y dictarse su reglamento operativo, en el que se preveían las pautas a las que debían sujetarse sus agentes.

El problema de la autorregulación se vinculaba con la distinción entre ofertabilidad y cotizabilidad.

En el régimen anterior a la LMC, el ingreso al sistema de oferta pública debía ser autorizado por la CNV. Pero ello no bastaba para que un título pudiera ser negociado en un mercado. Para ello era necesario que el mismo fuera autorizado a cotizar en ese

mercado por la entidad correspondiente.

El término cotización aludía a un régimen jurídico que importaba una serie de derechos y obligaciones no sólo para las emisoras e inversores, sino también para los agentes e incluso para el Estado. Se trataba pues de un estatus jurídico cuyas normas regulatorias eran dictadas por las entidades privadas habilitadas para ello por la propia ley 17.811 y la CNV.<sup>515</sup>

Por su parte, la ofertabilidad de un título implicaba que éste había sido aprobado por la CNV para su cotización en un mercado. Todo título admitido a la cotización suponía su ofertabilidad, pero no a la inversa.

Precisamente, la ley 17.811 delegaba en las bolsas y mercados de valores el dictado de las normas sobre cotización y por ende el control sobre agentes, empresas e inversores en todo lo que se refiriera al ámbito de la cotización. Sólo estas entidades podían dictar tales normas.

Fuera de este ámbito bursátil no existía, al menos en el marco de la ley 17.811, propiamente cotización, por cuanto el mercado extrabursátil no había sido facultado para dictar normas sobre ello.

Sin embargo, como se ha visto, la Resolución General 201/92, como también la 211/92, modificaron profundamente este sistema al introducir la autorregulación como requisito para todos los mercados.

La ley 17.811 sólo admitía la delegación de facultades para dictar normas de funcionamiento en favor de las bolsas. Además, preveía la existencia de mercados autorregulados con cotizabilidad (el bursátil) y mercados no autorregulados sin cotizabilidad (el extrabursátil). Finalmente, la ley preveía la posibilidad de la coexistencia de agentes pertenecientes a entidades autorreguladas y otros que podrían denominarse "libres" (aunque sujetos al control de la CNV).<sup>516</sup>

---

<sup>515</sup> Bacqué, Jorge A., "*Aspectos jurídicos de la cotización*", Revista del Instituto Argentino de mercado de Capitales, Buenos Aires, N° 22, mayo-agosto de 1992, pág. 9.

<sup>516</sup> En otros países se permitía la convivencia de corredores organizados con corredores "libres"

Esta virtual derogación de la ley 17.811 mereció objeciones por parte de algunos autores.<sup>517</sup>

Evidentemente, nuestro derecho del mercado de capitales requería urgentemente el dictado de una ley que incorporara las nuevas resoluciones dictadas por la CNV.<sup>518</sup>

Pero la ley 26.831 modificó totalmente la estructura de los mercados de capitales.

Así, eliminó la figura de las bolsas de comercio y reguló directamente los mercados, los que son definidos en el artículo 2 como:

*“Sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública, quedando bajo competencia del citado organismo las actividades afines y complementarias compatibles con el desarrollo de ese fin.”*

Las competencias y facultades que otrora estaban en cabeza de las bolsas de comercio hoy son privativas de los mercados y de la CNV. Así, todo mercado en que se realicen transacciones con valores negociables debe ser autorizado por la CNV para funcionar y debe cumplir los requisitos que el organismo establezca durante todo el término de la vigencia de su inscripción en el respectivo registro (artículos 29 y 30, LMC). En caso de cualquier incumplimiento, los mercados deben abstenerse de funcionar como tales sin necesidad de intimación previa y puede dar lugar, además, a la suspensión preventiva del mercado hasta que hechos sobrevinientes hagan aconsejable la revisión de la medida, sin perjuicio de las sanciones que correspondan (artículo 30, LMC).

En cuanto a su forma jurídica, los mercados deben constituirse como sociedades anónimas, estar comprendidos en el régimen de oferta pública y cotizar sus acciones en

---

como en el mercado *over the counter* americano o el sistema de *colportage* o *démarchage* franceses (cfr. Bacqué, Jorge A., “*Aspectos jurídicos...*”, pág. 11).

<sup>517</sup> Bacqué, Jorge A. “*Aspectos jurídicos...*”, pág. 11.

<sup>518</sup> La sanción del decreto No. 677/2001 no hizo sino agravar la situación al disponer un extenso cuerpo de normas modificatorias de la ley 17.811 e incluso de la ley de sociedades comerciales 19.550 (cfr. Anaya, Jaime Luis, “*Los límites...*”, ya citado).



un mercado autorizado. Se prevén medidas para evitar que un accionista pueda controlar el mercado, excepto que sea a su vez un mercado (artículo 31, LMC)<sup>519</sup>.

El artículo 5, Sección I, Capítulo I, Título VI, de las Normas de la CNV establece que el capital de los mercados deberá estar representado por acciones ordinarias nominativas no a la orden o escriturales de valor nominal mil pesos cada una y con derecho a un voto por acción<sup>520</sup>.

El artículo 32, de la LMC, establece que los mercados deben cumplir determinadas funciones de acuerdo con las características propias de su actividad específica y las que determine la CNV por vía de reglamentación. A continuación, la norma enumera las funciones principales que deben cumplir los mercados<sup>521</sup>.

Mediante el primer inciso de la norma referida, la LMC requiere que los mercados dicten las reglamentaciones necesarias para la admisión en su ámbito de agentes habilitados por la CNV. Pero además veda a dichas instituciones el exigir al agente la calidad de accionista del mercado. Esta fue una importante reforma de la LMC que consagró así el principio de la desmutualización, en consonancia con la tendencia internacional adoptada en las últimas décadas en el marco de procesos más amplios destinados a transformar a las bolsas y mercados de asociaciones sin fines de lucro en

---

<sup>519</sup> El artículo 7, Sección I, Capítulo I, Título VI, de las Normas de la CNV establece que ningún accionista podrá poseer en forma directa o indirecta, individual o conjuntamente, según el caso, una participación por cualquier título en el capital social mayor al veinte por ciento. Como los mercados deben hacer oferta pública de sus acciones se les aplican, además, las normas sobre gobierno corporativo previstas para las sociedades emisoras (artículo 6). El artículo 8 exige que quienes posean un porcentaje accionario de los mercados superior al dos por ciento (2%), deberán informar a la CNV toda variación neta de dicha tenencia. Finalmente, el artículo 9 dispone que los mercados y sus sociedades controladas y vinculadas no podrán llevar a cabo actividades que compitan con aquellas que pueden llevar a cabo los agentes registrados ante la CNV, con excepción de la organización de un agente de liquidación y compensación integral.

<sup>520</sup> El Criterio Interpretativo de la CNV No. 48 estableció que el valor nominal de mil pesos por acción es el máximo de valor nominal que puede estipularse. Esto para permitir la participación de pequeños inversores en el proceso de apertura del capital social de los mercados.

<sup>521</sup> La reforma de la ley 27.440 incorporó varias funciones a las originalmente previstas en la ley 26.831, a la vez que modificó algunas ya existentes.

sociedades comerciales<sup>522</sup>.

En consonancia con este principio, las Normas de la CNV<sup>523</sup> prevén, de manera facultativa, que los mercados otorguen membresías como mecanismo de acceso, las que serán otorgadas a cada agente registrado de acuerdo con la modalidad de su actuación (agente de negociación, agente productor, de liquidación y compensación, etc.), pudiendo el mercado establecer costos iniciales y de mantenimiento de esas membresías y dictar las reglamentaciones a tal fin, siempre con la aprobación de la CNV. Las Normas también prevén que el mercado no puede rechazar una solicitud de membresía alegando falta de idoneidad o capacidad del postulante. Tampoco podrán impedir que los agentes adquieran membresías de otros mercados o que liquiden y compensen operaciones con otros mercados. Sí podrá rechazarse una solicitud por falta de acreditación de las garantías exigidas para registrar operaciones.

El segundo párrafo del artículo 32, de la LMC, ya citado, prevé la posibilidad de que el mercado delegue total o parcialmente las actividades enumeradas en los incisos b), f) y g) en una entidad calificada en cuanto a su conocimiento y autorizada por la CNV. El motivo de esta inclusión fue que algunas de las funciones hoy asignadas a los mercados eran desempeñadas por las bolsas de comercio, como por ejemplo la de autorizar, suspender o cancelar la cotización de valores negociables. Lo mismo respecto de los tribunales arbitrales que anteriormente eran organizados por las bolsas.

El artículo 34, de la LMC, agrega una función, esencial de los mercados, la de ser formadores de precios. Dice la norma que el resultado de las operaciones realizadas habitualmente en un mercado determina el precio corriente de los valores negociables. No era necesaria una norma para aclarar este punto, pues el texto resulta naturalmente una obviedad. Si un mercado no ejerce esa función sencillamente no tiene razón de ser. Por otro lado, aunque la ley no lo hubiera contemplado, esa función hubiera sido igualmente ejercida por los mercados.

---

<sup>522</sup> Valga como antecedente de mercado totalmente desmutualizado el Rofex de Rosario que ya desde el año 2006 no requería la calidad de accionista a los agentes allí registrados.

<sup>523</sup> Artículo 36, Sección XIII, Capítulo I, Título VI.

Como corolario de la gran atenuación del principio de autorregulación en los mercados, el artículo 33, de la LMC, aclara que las atribuciones conferidas a los mercados no impiden el ejercicio de facultades concurrentes de la CNV para poder establecer requisitos mínimos aplicables de manera uniforme en el país.

El artículo 38, de la LMC, consagra el principio básico de que los mercados sólo pueden permitir el listado y/o negociación de valores negociables y otros instrumentos financieros cuya oferta pública hubiese sido autorizada previamente por la CNV. Esta autorización no se requiere cuando los valores negociables deban subastarse por orden judicial, por ejemplo, la ejecución de prendas de acciones, que deben realizarse por un agente en el respectivo mercado.

El artículo 39, de la LMC, dispone que los sistemas de negociación de valores negociables bajo el régimen de oferta pública que se realicen en los mercados deben garantizar la plena vigencia de los principios de protección del inversor, equidad, eficiencia, transparencia, no fragmentación y reducción del riesgo sistémico. Los mercados establecerán las respectivas reglamentaciones, las que deberán ser aprobadas por la CNV. Este organismo deberá requerir que los mercados en los que se listen y/o negocien valores negociables y las cámaras compensadoras, establezcan mecanismos de acceso y conexión, con protocolos de comunicación estandarizados de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación y/o de compensación y liquidación y/o de custodia. También podrá requerir el establecimiento de sistemas de negociación tendientes a que, en la negociación de valores negociables, se dé prevalencia a la negociación con interferencia de ofertas con prioridad del precio-tiempo.

Esta norma, que parece referir a la facultad de los mercados de establecer sistemas de negociación, debe ser complementada en realidad con lo dispuesto en las Normas de la CNV. Las Secciones XX a XXVII, del Capítulo I, Título VI, de las Normas establecen una serie de exigencias en relación con los sistemas informáticos de los mercados. En primer lugar, el artículo 51 de las Normas establece que los mercados deberán contar con sistemas informáticos de negociación autorizados por la CNV que deberán estar interconectados con los sistemas de negociación autorizados de los demás mercados de modo de permitir el intercambio de información, la negociación, la liquidación y compensación y la existencia de libros de órdenes comunes a los que puedan acceder todos los agentes registrados en la CNV y miembros de los mercados, para la remisión de

ofertas en colocación primaria, de órdenes, el registro de operaciones y la liquidación y compensación, con el objetivo principal de concentrar liquidez en cada instrumento logrando la mejor ejecución de órdenes. Es decir, que se trata de una obligación de los mercados.

Por su parte, el artículo 52 (Sección XXI, Capítulo I, Título VI, de las Normas<sup>524</sup>) dispone que todos los agentes registrados en la CNV y miembros de los mercados deben ingresar sus órdenes para que se canalicen hacia el sistema informático de negociación del mercado donde se encuentran las mejores condiciones para su registro. Es el principio de la mejor ejecución de la orden (*best execution*); una vez registrada la operación en el sistema informático de negociación donde se encuentren las mejores condiciones para esa orden, la liquidación y compensación de la operación, será efectuada a través de los sistemas de liquidación y compensación autorizados por la CNV, quien tendrá la facultad de monitorear las condiciones en las que se desarrollan las operaciones, de modo de verificar que las órdenes se ejecuten bajo las mejores condiciones disponibles.

Los sistemas informáticos de los mercados deben cumplir con los requisitos establecidos por la CNV y garantizar los principios de protección del público inversor, la equidad, eficiencia, transparencia, no fragmentación y reducción del riesgo sistémico (artículo 53). Deben también permitir el acceso directo al mercado por parte de terceros interesados, así como utilizar tecnología que permita el intercambio de información (*market data*), negociación, compensación y liquidación y la existencia de libros de órdenes comunes entre los diferentes sistemas informáticos de los mercados autorizados (artículo 54). Deben contar con un sistema de monitoreo de operaciones en tiempo real previamente aprobado por la CNV (artículo 55) y remitir a la CNV y a dicho sistema, en tiempo real, datos completos de cada una de las operaciones que se registren en sus sistemas informáticos de negociación, incluyendo la identidad de los agentes registrantes, de los clientes (compradores y vendedores) intervinientes en las mismas y de sus comitentes y/o sus condóminos, debiendo para ello cumplir con todas las especificaciones técnicas dispuestas por la CNV (artículo 56).

---

<sup>524</sup> En la estructura de las Normas, los artículos no son correlativos sino dentro de cada capítulo de cada título.

El artículo 39, de la LMC, también exige que cada mercado ponga a disposición de los restantes mecanismos de acceso y conexión a su sistema informático. Las Normas precisan que ese acceso debe hacerse a través de una interfase (artículo 57) y que por medio de ella cada mercado difunda en tiempo real y sin costo la información del mercado referida a órdenes y operaciones (artículo 58). El artículo 39, LMC, también establece que la CNV podrá requerir (y de hecho lo hace, salvo cuando se admiten segmentos de negociación bilateral) el establecimiento de sistemas de negociación tendientes a que, en la negociación de valores negociables, se dé prevalencia a la negociación con interferencia de ofertas con prioridad del precio-tiempo.

El artículo 61 (Sección XXVII, Capítulo I, Título VI, de las Normas) dispone que los mercados deberán difundir al público en general, en tiempo real, sin retraso artificial y sin costo alguno, desde el momento en que se produzca el registro de cada una de las operaciones, el tipo de operación, la identidad del valor negociable, la cuantía, el precio, la hora, minuto y segundo del registro de la operación, la denominación de los agentes y el carácter de su intervención como comprador o vendedor. Asimismo, deberán arbitrar las medidas correspondientes para cumplir con la difusión requerida, aplicando un formato estandarizado en cuanto a la denominación de los valores negociables, a la expresión de los precios registrados en cada operación, utilizando la tecnología disponible que permita a los inversores búsquedas interactivas por producto listado. Los procedimientos para el acceso a esta información deberán ser publicados en las páginas web institucionales de los mercados, en un lugar destacado, y en la autopista de información financiera (AIF) de la CNV.

Como se advierte, la normativa estructura un mercado totalmente interconectado e integrado en un sistema informático en el que no se dan, por lo general, operaciones de negociación bilateral<sup>525</sup>, si no confrontación de órdenes de compra y de venta, teniendo como contraparte central a cada mercado.

---

<sup>525</sup> Bolsas y Mercados Argentinos S.A. permite un ámbito de negociación bilateral en el que se pueden concretar operaciones por tratativas directas entre agentes de su cartera propia o entre agentes e inversores calificados. Este segmento no cuenta con garantía de liquidación del mercado y éste no actúa como contraparte central, siendo liquidadas de manera bilateral.

(B) Registro. Requisitos.

El artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título VI, de las Normas, establece que los mercados, en su carácter de emisoras, deberán cumplir con el régimen establecido para las mismas, adicionando los requisitos propios de su actuación como mercados.

Asimismo, las Normas establecen, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 29, de la LMC, los requisitos que deben cumplir los mercados para ser autorizados y registrados como tales por la CNV. El artículo 10 (Sección II, Capítulo I, Título VI) de las Normas enumera la documentación que debe presentar la sociedad solicitante.

Asimismo, el artículo 11 exige a los mercados contar con una organización interna técnica y administrativa adecuada para el cumplimiento de sus funciones.

Las Normas exigen también a los mercados un patrimonio neto mínimo (artículo 12), el que debe ser recompuesto en caso de caer por debajo del mínimo.

Los miembros de los órganos de administración y fiscalización de los mercados deben inscribirse en un registro especial que debe llevar la CNV. Deben gozar de la debida honorabilidad y contar con capacidad y experiencia suficientes para desarrollar sus funciones (artículo 20). Al momento del registro de los integrantes de los órganos de administración y de fiscalización, los mercados deberán informar en cada caso, las vinculaciones económicas, comerciales y familiares, que pudieran suscitar conflictos de intereses. Esta información deberá mantenerse actualizada, remitiendo a la CNV los cambios que se suscitaren una vez ocurrido el registro (artículo 21, Sección VII, Capítulo I, Título VI, de las Normas). Se prevén prohibiciones e incompatibilidades para ser miembro de los órganos de administración o de fiscalización o gerentes generales o especiales de un mercado (artículo 22, mismo lugar, de las Normas), así como criterios de independencia (artículos 23 y 24, mismo lugar, de las Normas).

Una vez autorizados y registrados ante la CNV, los mercados deberán cumplir con la totalidad de los requisitos exigidos durante el término de vigencia de su inscripción. Asimismo, deberán cumplir con cualquier modificación de los requisitos mencionados en las Normas que disponga la CNV, conforme las formalidades y plazos exigidos oportunamente. También deben cumplir los recaudos y pautas establecidos en la LMC y en las disposiciones sobre transparencia en el ámbito de la oferta pública de las Normas,

siendo pasibles de toda medida objeto de aplicación por parte de la CNV, de acuerdo a las circunstancias del caso (artículo 65, mismo lugar, de las Normas). En caso de incumplimiento, pueden ser pasibles de las sanciones previstas en la LMC. Incluso, ante cualquier situación que por su gravedad afecte el adecuado ejercicio de su actividad, los mercados deberán abstenerse de funcionar, sin necesidad de intimación previa. Dicha situación deberá ser informada por medio del acceso “Hechos Relevantes” de la AIF, acompañando detalle de las medidas a ser adoptadas como consecuencia, sin perjuicio del cumplimiento de los requerimientos adicionales que al respecto disponga la CNV (artículo 67, mismo lugar, de las Normas).

El registro de un mercado puede ser cancelado a pedido de éste o como sanción.

El artículo 70 (mismo lugar, de las Normas) dispone un régimen de información a ser suministrada a la CNV de manera periódica por los mercados.

(C) Garantía de las operaciones. Otros requisitos.

El artículo 40, de la LMC, establece que los mercados deberán establecer con absoluta claridad, en sus estatutos y reglamentos, en qué casos y bajo qué condiciones garantizan el cumplimiento de las operaciones que en ellos se realizan o registran.

Cuando se garantice el cumplimiento de las operaciones el mercado o la cámara compensadora, según corresponda, deben actuar como contraparte central, conforme la normativa que a tales fines dicte la CNV.

Sólo excepcionalmente la CNV puede admitir la existencia de segmentos de operaciones no garantizadas, bajo determinadas condiciones de negociación.

El artículo 43, de la LMC, dispone que el cliente de un agente registrado debe entregar a éste la garantía y la reposición por diferencias dentro de los plazos que establezcan los reglamentos de los mercados. En caso contrario, el agente queda autorizado para liquidar la operación.

Esta facultad, ya prevista en la ley 17.811, autoriza al agente a liquidar las operaciones o posiciones abiertas o tenencias registradas, y cerrar la cuenta del cliente ante un incumplimiento, conforme con los procedimientos establecidos en las reglamentaciones internas de los mercados o cámaras compensadoras en su caso.

Asimismo, esta facultad del agente deberá estar contemplada, junto con el procedimiento aplicable, en los convenios de cuenta comitente que los mercados celebren con sus clientes, cuyo contenido debe encontrarse previamente aprobado por la CNV. Dicho convenio deberá prever, mínimamente, la notificación inmediata al cliente y la devolución del saldo remanente.

Por su parte, el artículo 45, de la LMC, establece el régimen de los fondos de garantía que deben constituir los mercados y/o las cámaras compensadoras para hacer frente a los compromisos no cumplidos por sus agentes. Este fondo de garantía podrá estar organizado bajo la estructura de un fideicomiso u otra forma jurídica aprobada por la CNV<sup>526</sup>. La CNV puede establecer un valor máximo cuando el monto total acumulado en el fondo de garantía obligatorio alcance razonable magnitud para cumplir con los objetivos fijados por la LMC. En caso de que los mercados utilicen los servicios de una cámara compensadora que actúe como contraparte central de las operaciones garantizadas registradas, ésta también deberá constituir el fondo de garantía impuesto a los mercados.

La utilización de una cámara compensadora por parte de los mercados, sin embargo, no los exime de la responsabilidad solidaria con aquella, ante cualquier incumplimiento de las funciones de liquidación, compensación y contraparte central de las operaciones garantizadas registradas.

Como obligación adicional de los mercados, pueden mencionarse las disposiciones sobre la adopción de un código de gobierno societario que, originalmente previstas para las sociedades emisoras, el artículo 6, Sección I, Capítulo I, Título VI, de las Normas de la CNV, declara obligatoriamente aplicables a los mercados. Ello resulta coherente, dado que los mercados deben tener, a la vez, su capital abierto al público. Me extenderé en este tema al hablar del régimen de las emisoras.

Finalmente, la Sección V, Capítulo IV, Título III, de la LMC, artículos 111 a 116, contiene normas sobre publicidad en el ámbito de la oferta pública.

En este sentido, el artículo 112 establece que la publicidad, propaganda y difusión

---

<sup>526</sup> El texto original de la ley 26.831 establecía un aporte mínimo al fondo de garantía del 50% de las utilidades anuales líquidas y realizadas del mercado. La ley 27.440 eliminó este mínimo.



que por cualquier medio hagan las sociedades emisoras, mercados, agentes y cualquier otra persona o entidad que participe en una emisión, colocación y negociación de valores negociables, no podrá contener declaraciones, alusiones, nombres, expresiones o descripciones que puedan inducir a error, equívoco o confusión al público sobre la naturaleza, precio, rentabilidad, rescate, liquidez, garantía o cualquier otra característica de los valores negociables, de sus sociedades emisoras o de los servicios que se ofrezcan.

Como se ve, se trata de una norma aplicable a todos los sujetos participantes del mercado de capitales, no sólo a los mercados.

Esta regla se refuerza con la del artículo 113 sobre las denominaciones utilizadas en la LMC para caracterizar a las entidades y a sus operaciones.

El artículo 144, siempre de la LMC, faculta a la CNV a ordenar a los participantes del mercado el cese preventivo de la publicidad o de la utilización de nombres o expresiones u otras referencias que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sin perjuicio de otras sanciones que puedan imponerse.

Por otro lado, el artículo 115 precisa el alcance de estas disposiciones disponiendo que las normas sobre publicidad previstas en esta Sección resultan de aplicación a toda publicidad encargada por la sociedad emisora, los agentes registrados o cualquier otra persona humana o jurídica con independencia del medio elegido para la publicación. No serán aplicables, por el contrario, a editoriales, notas, artículos o cualquier otra colaboración periodística.

La norma es saludable, aunque es de lamentar que no se haya precisado por vía reglamentaria cuándo se está ante una publicación considerada como publicidad y cuándo no<sup>527</sup>.

Finalmente, el artículo 116, LMC, establece sanciones para las personas que, en el ámbito de la oferta pública, difundieren noticias falsas por alguno de los medios previstos en la definición de oferta pública establecida en el artículo 2 de la LMC, aun cuando no persiguieren con ello obtener ventajas o beneficios para sí o para terceros, o

---

<sup>527</sup> El artículo 7, Capítulo II, Título XII, de las Normas, reproduce casi textualmente el texto de las normas de la LMC.

perjuicios para terceros, incluida la sociedad emisora, siempre que hubieren obrado con dolo o culpa grave.

Estas normas deben correlacionarse con las de las Normas de la CNV, aplicables específicamente a los mercados (artículo 48, Sección XVIII, Capítulo I, Título VI).

(D) Estructura del mercado de capitales argentino.

La sanción de la ley 26.831 modificó radicalmente, como se vio, la estructura de los mercados en la Argentina eliminando las bolsas de comercio, al menos como instituciones esenciales, a la vez que exigía la constitución de los mercados como sociedades anónimas de capital abierto. Ello motivó que las entidades entonces existentes aceleraran un proceso de reconversión y concentración que, en parte, ya había comenzado por necesidades operativas y de escala.

A la fecha de este trabajo, operan en el país como mercados autorizados y registrados por la CNV sólo cinco entidades: Bolsas y Mercados Argentinos S.A., MATBA – ROFEX S.A. (resultado de la fusión en 2019 del Mercado a Término de Buenos Aires S.A. y de Rofex S.A.), Mercado Abierto Electrónico S.A. y Mercado Argentino de Valores S.A.

Bolsas y Mercados Argentinos S.A. fue creada a partir de la escisión del Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) y el aporte de capital de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, al que luego se adhirieron otras entidades, como el Mercado de Valores de Córdoba. Asimismo, Bolsas y Mercados Argentinos S.A. es el principal accionista de la Caja de Valores S.A.

El Mercado Argentino de Valores S.A. es el resultado de la fusión del Mercado de Valores de Rosario y el Mercado de Valores de Mendoza, aunque también tiene participación accionaria la Bolsa de Comercio de Rosario. Ésta subsiste como entidad, aunque no como mercado en el sentido de la LMC. Mantiene diversas funciones como el tribunal arbitral de derecho y cámaras arbitrales de equidad, especialmente en el mercado cerealero, y provee un ámbito de actuación de otros mercados, fuera del mercado de capitales, como el ganadero, el porcino (de reciente creación en 2020) y el de cereales<sup>528</sup>.

---

<sup>528</sup> Aunque los contratos de futuros referidos al mercado de cereales o ganadero se canalizan a

El Mercado Argentino de Valores S.A. está dedicado a la operatoria de productos bursátiles para pequeñas y medianas empresas –como cheques directos, cheques de pago diferido, pagarés, obligaciones negociables pyme, fideicomisos financieros y acciones pyme–, además de instrumentos no estandarizados que potencien el desarrollo de dicho segmento. Ha suscripto un acuerdo con Bolsas y Mercados Argentinos S.A. con el objeto de generar una plaza federal que aglutine y brinde respuestas a las necesidades regionales de las Pymes de todo el país.

El MATBA - ROFEX S.A., es, como se dijo, el resultado de la fusión del Mercado a Término de Buenos Aires S.A. (entidad de más de cien años<sup>529</sup> y el mercado de *commodities* agrícolas con mayor operatoria, *open interest* y volumen, en soja y trigo en Latinoamérica) y el Rofex S.A. (acrónimo de Rosario Futures Exchange y cuyo origen se remonta a 1909). Es el mercado de futuros y opciones más grande de Argentina<sup>530</sup>.

El Mercado Abierto Electrónico (o MAE) se originó como un mercado informal o extrabursátil operado telefónicamente (por lo que también se lo llamó *mercado telefónico*). Fue creciendo en importancia a medida que el mercado de capitales en general se desarrollaba<sup>531</sup>. En 1989 comenzó a operar formalmente como Mercado Abierto

---

través del MATBA – Rofex S.A.

<sup>529</sup> Sus orígenes se remontan a 1907, siendo el primer mercado en establecerse en Latinoamérica y el primero de toda América en garantizar sus operaciones.

<sup>530</sup> Se negocian en él futuros y opciones sobre productos agropecuarios y financieros (dólar, bonos índice Merval, títulos, entre otros). Es el único mercado de futuros de Sudamérica que registra, compensa, liquida y garantiza sus contratos a través de una caja compensadora de futuros y opciones, Argentina Clearing SA, primera entidad de compensación de futuros y opciones de la Argentina autorizada a funcionar por la CNV.

<sup>531</sup> El mayor volumen de operaciones que fue teniendo este mercado extrabursátil produjo un conflicto con la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En efecto, en 1987 la CNV dictó la resolución general 110, por la que autorizaba a los agentes del mercado abierto a operar con títulos valores públicos o privados. Esto originó la impugnación de dicha resolución por parte de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, argumentando que el mercado abierto era un mercado paralelo no institucional que implicaba una competencia desleal al transformar al mercado bursátil en una carga por sus mayores costos y significaba mayor inseguridad para los inversores al carecer de publicidad e información respecto de las operaciones que allí se concertaban. La CNV desestimó la impugnación, pero el conflicto continuó, hasta que, en 1993,

Electrónico S.A. La regulación actual lo asimila totalmente a los otros mercados otrora llamados bursátiles<sup>532</sup>.

En todos estos mercados se opera mediante sistemas electrónicos de negociación que, además, están interconectados entre sí y en el que rige la prioridad precio-tiempo. Las operaciones cuentan con garantía de liquidación del mercado. Es una negociación en

---

gracias a la intervención de la CNV, se llegó a un acuerdo entre la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado de Valores (MerVal), por un lado, y el MAE por el otro. El convenio resultante, que entró en vigencia en mayo de 1993, permitió una actuación armónica de ambos mercados, el bursátil y el extrabursátil. Este acuerdo implicó una distribución de segmentos de mercado. Así, en la Bolsa y el MerVal se negociaban acciones, títulos públicos y obligaciones negociables. Por su parte, el MAE resignaba la negociación de acciones, que quedaba exclusivamente en el mercado bursátil y retenía la operatoria en títulos públicos y obligaciones negociables. En la actualidad esa distribución continúa existiendo en su esencia. Hoy en día se opera en el MAE en títulos públicos, títulos privados de renta fija (obligaciones negociables y otros), letras y notas del BCRA, certificados de participación en fideicomisos y fondos cerrados de inversión, operaciones a término en divisas y tasas de interés y *swaps* de índices de tasas de interés. El MAE debió además dictarse su propio reglamento interno, en el que se previeron normas de registro y publicidad de las operaciones y de control sobre las empresas y agentes que allí operaban. Este mercado abierto no operaba en ningún ámbito físico, sino que sus operaciones se realizaban a través de terminales de computadoras ligadas a una central operativa. Los títulos que podían cotizar en el MAE debían estar previamente admitidos al régimen de oferta pública por la CNV y ser aprobados para su cotización por el Mercado. Debe advertirse que los requisitos para cotizar en este mercado eran mucho menores que los exigidos por las bolsas y mercados de valores, como también lo eran los costos de ingresar al mismo. Esto hacía al MAE atractivo para las empresas que no podían cotizar sus títulos en la bolsa. De hecho, la mayoría de la operatoria en títulos públicos y obligaciones negociables se canalizaba (y se canaliza aún) a través de este mercado. Claro que estos menores costos y requisitos se compensaban con la ausencia de garantía por parte del mercado de la operatoria que en él se realizaba, lo que sí ocurría en el ámbito bursátil, donde los mercados de valores garantizaban las operaciones. En el MAE eran los propios agentes los que garantizaban las operaciones que realizaban. En cuanto a los agentes del mercado abierto, el MAE preveía en su reglamento interno los requisitos que debían cumplimentar. Téngase presente que en este caso los agentes no debían ser accionistas del mercado, contrariamente a lo que ocurría en el MerVal y el Mercado de Valores de Rosario, en donde los agentes para poder operar debían ser titulares de al menos una acción del mercado. Otra diferencia entre los agentes bursátiles y los abiertos era que los primeros siempre actuaban como mandatarios de sus clientes, es decir, no podían adquirir títulos para sí mismos. Los agentes del mercado abierto sí podían formar carteras propias (los llamados *dealers* del derecho anglosajón).

<sup>532</sup> Cabe tener presente que, en cumplimiento de la exigencia contenida en el artículo 31, de la LMC, el MAE solicitó en septiembre de 2018 su ingreso al régimen de oferta pública.

que el mercado actúa como contraparte central en la liquidación de las operaciones que garantiza<sup>533</sup>.

#### 5.- Cámaras Compensadoras y Agentes de Custodia.

El artículo 2, de la LMC, define a las cámaras compensadoras como sociedades anónimas autorizadas por la CNV, con arreglo a la reglamentación que a estos efectos establezca dicho organismo, cuyo objeto social consista en la liquidación y compensación de las operaciones autorizadas por la CNV, cumpliendo el rol de contraparte central, pudiendo desarrollar actividades afines y complementarias al mismo.

Por su parte, el primer apartado del artículo 35, de la misma ley, enumera las funciones de las cámaras compensadoras.

En el sistema anterior al dictado de la ley 26.831 los mercados locales no contaban con cámaras compensadoras como entidades independientes, sino que desarrollaban las funciones de *clearing* de las operaciones registradas en sus ámbitos, a excepción (como ya se mencionó) del ROFEX que constituyó en 1999 una *clearing house* denominada Argentina Clearing S.A.

Esta última fue creada como una entidad jurídica independiente a partir de la escisión de parte del patrimonio de ROFEX, y su función principal consistía en administrar el sistema de garantías de las operaciones con contratos de futuros y opciones concertadas en el ámbito de un mercado adherido. Argentina Clearing S.A. fue autorizada a funcionar como cámara de compensación y liquidación de márgenes de garantía y registro de operaciones con contratos de futuros y opciones por Resolución CNV Nro. 14.221 de fecha 21 de junio de 2002. A partir de esta autorización, se convirtió en la primera cámara compensadora del país, y desde el 18 de noviembre de 2002 comenzó a brindar los servicios de registro, compensación, liquidación y garantía de las operaciones celebradas en ROFEX como mercado adherido.

Con posterioridad al dictado de la LMC, Argentina Clearing S.A. obtuvo su reválida ante la CNV como Cámara Compensadora de valores negociables y su

---

<sup>533</sup> Existe, sin embargo, un segmento de negociación bilateral en Bolsas y Mercados Argentinos S.A. denominando SENEBI en las que las operaciones no se encuentran garantizadas por dicha entidad.

inscripción como Agente de Custodia, Registro y Pago<sup>534</sup>.

Actúa como entidad de *clearing* y contraparte central de las operaciones garantizadas concertadas en los mercados adheridos y aquellas celebradas por los agentes de otros mercados en virtud de los convenios de interconexión de sistemas de negociación y sistemas de compensación y liquidación.

De todas maneras, nada impide que sean autorizadas y registradas nuevas cámaras compensadoras. Al respecto, la LMC exige también a estas entidades la previa autorización y registro ante la CNV. Las normas aplicables a las cámaras compensadoras en cuanto a documentación a presentar, organización y reglamentación interna, miembros de los órganos de administración y fiscalización, régimen informativo, membresías, transparencia, cancelación de la inscripción, incumplimiento de requisitos, fondo de garantía, etc. son similares a las relativas a los mercados. Las cámaras compensadoras deben contar con sistemas informáticos de compensación y liquidación conectados con el resto de los mercados.

Específicamente, el segundo apartado del artículo 35, LMC, establece requisitos patrimoniales y de liquidez.

Según el artículo 7 (Sección III, Capítulo II, Título VI, de las Normas, las cámaras compensadoras deberán contar con un patrimonio neto mínimo.

Puede mencionarse asimismo que deben adoptar un código de conducta (artículo 5, Sección II, Capítulo II, Título VI, de las Normas) contemplando las normas y procedimientos que regulan el comportamiento de su personal, garantizando entre otros aspectos, la seguridad y eficiencia en los servicios prestados, el respeto del deber de confidencialidad, la prevención de eventuales conflictos de intereses, y las normas y procedimientos que regulan la relación con los agentes miembros y los terceros vinculados.

#### 6.- Agentes de depósito colectivo.

Otro de los sujetos que actúa en el mercado de capitales argentino es la Caja de

---

<sup>534</sup> Por Resolución CNV Nro. 17.503 de fecha 11 de septiembre de 2014.

Valores S.A. Esta entidad, que funciona desde 1974, tiene como función, bajo la figura del depósito colectivo, la custodia de valores negociables, tanto públicos como privados.

Su funcionamiento se encuentra regulado por las leyes 20.643 y 26.831, los decretos 659/1974, 2220/1980 y 290/90 y las Normas de la CNV.

Los títulos que se depositan en la Caja de Valores entran en la masa de los ya depositados, perdiendo su individualidad y convirtiéndose sus titulares en copropietarios en proporción a sus títulos.<sup>535</sup> Conforme al artículo 32, de la ley 20.643, pueden ser depositantes los agentes de liquidación y compensación, los mercados y cámaras compensadoras autorizadas, las entidades financieras, las sociedades depositarias de fondos comunes de inversión, el Ministerio de Finanzas de la Nación y centrales depositarias del exterior. La totalidad de los mercados del país se encuentran adheridos a la Caja de Valores.

Para evitar las transferencias físicas de los títulos en las operaciones diarias, se utiliza a la Caja de Valores. Cada agente tiene una cuenta abierta allí, en la que se acreditan o debitan los títulos comprados o vendidos por sus clientes. A su vez, cada cliente tiene una subcuenta. De esta manera, se evita el traslado físico de los títulos.

La Caja actúa asimismo como agente pagador de dividendos o intereses y amortizaciones sobre los títulos y como agente de suscripción, acreditando los derechos de suscripción que correspondieran a los titulares de las acciones, registrando los nuevos títulos que se emitan y percibiendo y entregando los fondos correspondientes, incluyendo el prorrateo en caso de ejercicio del derecho de acrecer.

A partir del decreto de desregulación 2284/91, se abrió la posibilidad de crear nuevas cajas de valores, no obstante lo cual, hasta el presente ninguna se ha creado<sup>536</sup>.

---

<sup>535</sup> Bollini Shaw, Carlos y Goffan, Mario, “Operaciones bursátiles y extrabursátiles”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1995, pág. 59.

<sup>536</sup> La autorización otorgada a Argentina Clearing S.A. le permite ser agente de custodia, registro y pago y cámara compensadora, en los términos de las Normas, pero no para actuar como agente de depósito colectivo, como la Caja de Valores.

Este mecanismo de funcionamiento prácticamente no ha variado con la sanción de la LMC, aunque la ley 27.440 sí ha efectuado varias modificaciones al régimen legal de la Caja de Valores.

Por un lado, el artículo 2, de la LMC, define al agente depositario central de valores negociables como:

*“Personas jurídicas registradas ante la Comisión Nacional de Valores para recibir depósitos colectivos y regulares de valores negociables, prestar servicios de custodia, liquidación y pago de acreencias de los valores negociables depositados y en custodia y aquellas otras actividades que establezca la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores, en los términos de la ley 20.643 y sus modificaciones y de la presente ley.”*

Por otro lado, el nuevo artículo 31 de la ley 20.643, establece las funciones del agente depositario central de valores. Asimismo, la ley 27.440 agregó a la ley 20.643 el artículo 31 bis agrega otras facultades.

En cuanto a los valores que pueden ser depositados, la ley 27.440 agregó un párrafo al artículo 35 de la ley 20.643 estableciendo que también pueden ser objeto de depósito los valores negociables públicos y privados emitidos en el extranjero, en la medida en que se registren en entidades de depósito colectivo autorizadas en el exterior y cuyos emisores no pertenezcan a territorios o estados asociados considerados como no cooperantes o de alto riesgo por el Grupo de Acción Financiera (GAFI).

Por otro lado, la ley 27.440 modificó el artículo 36, de la ley 20.643, para establecer que el depositante de valores negociables ante el agente de depósito colectivo responde de la legitimidad de los valores depositados hasta el perfeccionamiento del depósito.

Asimismo, en el artículo 43, la ley 27.440 hizo una significativa eliminación. En su redacción original, la norma establecía que la Caja de Valores asumiría siempre la responsabilidad derivada de las obligaciones a su cargo, aún en los supuestos de caso fortuito o fuerza mayor. Esta última frase, luego de la coma, fue eliminada, por lo que se entiende que el agente de depósito ya no responderá por caso fortuito o fuerza mayor.



Por su parte, en el artículo 54, de la ley 20.643, relativo a las relaciones entre el agente de depósito colectivo, los depositantes y los comitentes de éste, se agregaron dos párrafos. Esta norma establecía originalmente que el agente de depósito quedaba obligado con el depositante, sin que los comitentes tuvieran acción directa contra aquél, salvo cesión de derechos del depositante. Esta parte de la norma permaneció sustancialmente invariable (más allá del cambio en la terminología), pero la reforma agregó, como se dijo, dos nuevos párrafos. El primero establece que en ningún caso el agente depositario central será responsable frente a los comitentes por las instrucciones dadas a él por los depositantes, que se considerarán válidamente emitidas, ni por los daños y perjuicios que los depositantes pudieran causar a sus comitentes en virtud de las relaciones entre éstos últimos. El segundo párrafo agregado dispone que el agente depositario central sólo será responsable por las obligaciones expresamente asignadas por las leyes, la reglamentación de la CNV, su propio reglamento y los contratos de los que sea parte. Evidentemente, se trata de limitar o, mejor, precisar la responsabilidad de los agentes de depósito.

El Título VIII, de las Normas de la CNV, establece los requisitos que debe presentar ante la CNV el agente de depósito colectivo para su autorización y registro, condiciones, prohibiciones e incompatibilidades para ser miembro de los órganos de administración y fiscalización, gerentes generales o especiales y registro de éstos, organización interna, reglamentos, patrimonio neto mínimo, cuentas y subcuentas, programas de acceso por internet por parte de los depositantes y sus comitentes a saldos, movimientos y acreencias, régimen informativo, entre otros aspectos.

Hasta el momento de este trabajo el único agente de depósito colectivo autorizado y registrado por la CNV sigue siendo la Caja de Valores S.A., aunque se reconoce a algunas entidades del exterior, tales como Euroclear y The Depositary Trust Company. Asimismo, se encuentran registrados como agentes de custodia, registro y pago la Caja de Valores S.A. y Argentina Clearing S.A.

Con respecto a sus normas de conducta, el artículo 16, del referido Capítulo II, Título VII, establece una serie de requisitos y estándares, a los que me remito.

#### 7.- Agentes.

##### (A) Caracterización. Régimen legal.

Tradicionalmente se entendía en general por agente aquél intermediario que actuaba en un mercado determinado por cuenta y orden de sus clientes concertando operaciones, previo cumplimiento de ciertos requisitos exigidos por el mercado en que trabajaban.

En el régimen anterior a la ley 26.831, existían diversas clases de agentes según el mercado en que operaban. Así en el mercado bursátil actuaban los agentes de bolsa. Estos agentes intervenían siempre en nombre propio y por cuenta de sus clientes. La naturaleza jurídica de su actuación no fue un tema pacífico en la doctrina, pues algunos autores lo consideraron, inicialmente, como un corredor, como lo era antaño<sup>537</sup>, pero la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia lo reconocían (y lo reconocen) como un comisionista.<sup>538</sup>

Los agentes podían actuar además como agentes financieros, en cuyo caso debían cumplir las disposiciones de la ley de entidades financieras.

Administraban carteras de títulos, actuaban como agentes de colocación de la emisión (*underwriters*), prestaban servicios de custodia de títulos, entre otras actividades.

Ello llevó a considerar que los agentes en general no eran sólo simples comisionistas, sino que cumplían una serie de actividades y prestaban una serie de servicios que implicaban un régimen propio, como de hecho lo tenían. Ello sin perjuicio de que, desde el punto de vista jurídico, en su actividad de intermediación en la bolsa, actuaran como comisionistas, es decir, en nombre propio, pero por cuenta de sus clientes.

La ley 17.811 regulaba solamente los agentes que intermediaban en la oferta pública de títulos valores. El control primario sobre los mismos estaba a cargo de las bolsas y mercados de valores y en forma indirecta, en manos de la CNV.

Entre los requisitos que la ley establecía para ser agente bursátil estaba el de ser

---

<sup>537</sup> Linares Bretón, Samuel F., “Operaciones de Bolsa”, Depalma, Buenos Aires, 1980, págs. 43, 83 y 87. En el mercado de cereales, los agentes sí podían desempeñarse como corredores, además de como mandatarios.

<sup>538</sup> Radresa, Emilio, “Bolsas y Contratos Bursátiles”, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1995, p. 70.

accionista del mercado de valores correspondiente y estar asociado a la bolsa a la que se encontraba adherido el mercado respectivo. Como se mencionó, la ley 26.831 eliminó el requisito de ser accionista del mercado. Asimismo, los reglamentos del MerVal y del Mercado de Valores de Rosario exigían estar inscriptos como comerciantes<sup>539</sup>.

Además de los agentes de bolsa, únicos regulados en la ley 17.811, existían otros agentes, cuya actuación variaba según los mercados en que actúan.

En el régimen actual de los agentes, el artículo 47, de la LMC, establece que, para actuar como agentes, los sujetos deberán contar con la autorización y registro de la CNV, y deberán cumplir con las formalidades y requisitos que para cada categoría establezca la reglamentación.

La norma innova sobre el régimen de registración de los agentes. En el régimen anterior, el registro principal de los agentes se hacía por ante las entidades autorreguladas bursátiles y en las entidades autorreguladas no bursátiles, su registro era llevado conjuntamente por la CNV y la entidad correspondiente y debía cumplir con los requisitos de ambos organismos.

En el régimen actual el registro está a cargo de la CNV, aunque los mercados correspondientes también deberán registrar a los agentes autorizados por la CNV que actúen en su ámbito, como así también deberán dictar las normas de control necesarias (artículo 32, inciso a), de la LMC). De hecho, el artículo 33, de la LMC, establece que los mercados y entidades tendrán facultades concurrentes con la CNV.

Se debe hacer una lectura armónica de esta norma con la del artículo 2, de la LMC, que define lo que la ley entiende por agente registrado, denominación que comprende las distintas categorías de agentes definidos también en la norma mencionada.

El artículo 2, de la LMC, también define a las diferentes categorías de agentes, según las funciones que desempeñan: los de administración de productos de inversión colectiva, colocación y distribución, corretaje, de custodia de productos de inversión

---

<sup>539</sup> La sanción del Código Civil y Comercial, que eliminó la categoría de comerciante y, por ende, su inscripción, tornó inaplicable este requisito que, por lo demás, fue eliminado de los reglamentos mencionados.

colectiva, de liquidación y compensación, de negociación, agentes productores, agente depositario central de valores negociables, y de calificación de riesgos.

De esta manera, la LMC realiza una exhaustiva categorización de agentes según las funciones que desempeñan. El objetivo de esta segmentación es permitir una regulación diferenciada de cada tipo de agente que, por otro lado, sigue la tendencia mundial.

El Título X de las Normas de la CNV, regula lo atinente a los registros de mercados, cámaras compensadoras y agentes. A este respecto, resulta interesante destacar la norma del artículo 11, Sección I, de dicho Título X, que establece que las inscripciones en los registros tendrán efectos constitutivos y no podrán convalidar los actos jurídicos que sean nulos de conformidad con las leyes aplicables, como así tampoco implican reconocimiento sobre la veracidad de los datos allí consignados.

El Título VII de las Normas dispone sobre los agentes de negociación, agentes de liquidación y compensación<sup>540</sup>, agentes productores, agentes asesores del mercado de capitales y agentes de corretaje. El Título VIII regula los agentes de depósito colectivo y los de custodia, registro y pago y el Título IX lo relativo a los agentes de calificación de riesgos.

El Título V, Capítulo I, Sección I, de las Normas, regula lo atinente a los Agentes de Administración de Productos de Inversión Colectiva y Agentes de Custodia de Productos de Inversión Colectiva. La Sección I, Capítulo II, del mismo Título V, de las Normas, dispone sobre lo atinente a los Agentes de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión. La Sección VI, Capítulo II, de dicho Título V, establece normas para los denominados Agentes de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión.

(i) Prohibiciones e incompatibilidades.

---

<sup>540</sup> Éstos a su vez pueden ser Agentes de Liquidación y Compensación – Integral, Agentes de Liquidación y Compensación – Propio, Agentes de Liquidación y Compensación – Participante directo y Agentes de Liquidación y Compensación Integral – Agroindustrial. Esta última sub-categoría fue introducida por la Resolución General 924/2022.

El artículo 48, de la LMC, enumera una serie de situaciones que impiden a una persona ser autorizada para su inscripción como agente. Se trata de circunstancias que resultan incompatibles (de manera originaria o sobreviniente) con la calidad de agente. El artículo 4, del Capítulo VII, del Título VII, de las Normas de la CNV contiene disposiciones comunes para todos los agentes y establece incompatibilidades para quienes pretendan integrar los órganos de administración y fiscalización (titulares o suplentes) y/o gerentes de primera línea de dichos agentes. Algunos supuestos coinciden con la norma del artículo 48, LMC, pero otros son agregados como los de los incisos a), d) y e).

Asimismo, el artículo 5, del referido Capítulo de las Normas, dispone que los miembros del órgano de administración y fiscalización de los agentes deberán gozar de la debida honorabilidad, poseerán capacidad y experiencia suficientes, y velarán por la gestión sana y prudente de los agentes.

(ii) Inscripción.

Las Normas de la CNV, Texto Ordenado 2013, regulan en detalle el procedimiento para obtener la inscripción como agente, así como los requisitos y la documentación a presentar en cada caso.

La CNV podrá disponer la registración del agente en más de una categoría, según la actividad que desarrolle.

El agente, una vez registrado, debe cumplir con los requisitos establecidos por la CNV para su actuación durante todo el tiempo de la inscripción. Si en algún momento se produce un incumplimiento, las Normas establecen que la CNV aplicará las sanciones previstas en el artículo 132, de la LMC, aunque, merituando los hechos, podrá limitarse a suspender preventivamente la inscripción.

Nada dice la LMC sobre una eventual registración del agente en el mercado o institución en que pretenda actuar. Aun así, es evidente que el agente deberá cumplir también con los requisitos que puedan exigir dichas entidades, los que podrán ser incluso más gravosos que los exigidos por la legislación.

En este sentido, el artículo 36, Sección XIII, Capítulo I, Título VI de las Normas, establece que los mercados deben presentar a la CNV para su previa aprobación las

reglamentaciones en las que consten los requisitos que los agentes de las diversas categorías deben cumplir para obtener una membresía en esos mercados. Dichas reglamentaciones deben cumplir con ciertas condiciones mencionadas en la regulación apuntada, entre las que se mencionan dos prohibiciones: la de exigir la calidad de accionista del mercado y la de rechazar la solicitud alegando falta de idoneidad o capacidad en el agente.

Los registros de agentes y demás sujetos intervinientes en el mercado de capitales son públicos (artículo 52, LMC).

(iii) Secreto bursátil.

El artículo 53, LMC, dispone que los agentes registrados deben guardar secreto de las operaciones que realicen por cuenta de terceros, así como de sus nombres. Sólo quedarán relevados de esta obligación por decisión judicial dictada por tribunales competentes en procesos vinculados a esas operaciones o a terceros relacionados con ellas, así como también cuando les sean requeridas por la CNV, el BCRA, la Unidad de Información Financiera y la Superintendencia de Seguros de la Nación en el marco de investigaciones propias de sus funciones.

El secreto tampoco rige para las informaciones que, en cumplimiento de sus funciones, solicite la Administración Federal de Ingresos Públicos. Sin embargo, en materia bursátil, las informaciones requeridas no podrán referirse a operaciones en curso de realización o pendientes de compensación o liquidación.

La norma en comentario amplía el elenco de quienes pueden solicitar información bajo secreto respecto del régimen anterior incluyendo a la propia CNV, la Unidad de Información Financiera y la Superintendencia de Seguros de la Nación.

En el texto original de la ley 26.831, las excepciones al deber de guardar secreto concedidas a los organismos administrativos antes reseñados habían sido motivo de crítica por parte de algunos autores que entendían que resultaba peligroso dotar a tales organismos estatales de la facultad de requerir información confidencial sin una orden judicial que lo autorice y no mediando una justificación rigurosa<sup>541</sup>. La reforma de la ley

---

<sup>541</sup> Cfr., por ejemplo, Vergara, Gonzalo, Salinas, José y Bulit Goñi, Roberto, “*Comentarios sobre*

27.440 modificó la norma que ahora exige siempre decisión judicial previa.

El secreto en materia bursátil debe relacionarse indefectiblemente con el deber de guardar reserva previsto en los artículos 101 a 103, de la LMC, aunque no constituyen conceptos coincidentes. En efecto, el artículo 2, de la LMC, define lo que deberá entenderse por información reservada:

*“Información reservada o privilegiada: Toda información concreta que se refiera a uno o varios valores negociables, o a uno o varios emisores de valores negociables, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiese influido de manera sustancial sobre las condiciones o el precio de colocación o el curso de negociación de tales valores negociables.”*

Como se advierte, existirá en la práctica una amplia zona en que coincidirán los conceptos, es decir, en que la información sobre la que recae el deber de secreto también estará custodiada por el deber de reserva. Pero, al menos teóricamente, podría existir información secreta que no sea alcanzada por el deber de reserva, como, por ejemplo, información que, de hacerse pública, no influya de manera sustancial en la cotización o colocación de valores negociables. Y, al contrario, habrá un campo considerable de información reservada que no esté técnicamente alcanzada por el deber de secreto, por ejemplo, cierta información contable relativa a los emisores de valores negociables. De todas maneras, el doble control legal, el deber de secreto y el de guardar reserva, cubren ampliamente los supuestos posibles de información que no deba ser divulgada.

Amén de lo establecido en la norma en comentario, debe tenerse presente también que la violación del deber de guardar secreto puede eventualmente constituir alguno de los tipos penales regulados en los artículos 153 a 157 bis, del Código Penal.

Una cuestión dudosa es la aplicación o no de la ley No. 24.766, de confidencialidad de la información. Dicha norma, en su artículo 1, establece que la información protegida es la que tenga un valor comercial por ser secreta. Se trata entonces

---

*la ley de mercado de capitales*”; La Ley, Suplemento Especial sobre Regulación del Mercado de Capitales, 06/12/2012, 11; y Elespe, Douglas, “*Justificación de un sistema regulador del Mercado de Capitales – Observaciones y características a la nueva ley*”; La Ley, Suplemento Especial sobre Regulación del Mercado de Capitales, 06/12/2012,43.

de la protección del secreto comercial y no estrictamente del secreto bursátil que, en el caso de los agentes, se trata de un subtipo del secreto profesional.

(iv) Documentos suscritos por los agentes.

El artículo 54, de la LMC, mantiene la redacción del artículo 49, de la ley 17.811, que establecía una presunción de autenticidad a la documentación suscrita por un agente registrado. Por su parte, el artículo 54, del Decreto 471/2018, establece el contenido mínimo que debe incluirse en dicha documentación.

El fundamento de la norma es claro. Proveer de seguridad jurídica y certeza a las operaciones concertadas por los agentes que haría imposible el tráfico si los documentos que instrumentan las distintas operaciones pudieran ser cuestionados por los participantes en el mercado.

(v) Publicidad.

En cuanto a la promoción de sus actividades, las Normas establecen que los agentes deberán indicar claramente en toda su papelería, documentación, carteles en sus domicilios y sucursales, sitio web y/u otros medios relacionados con su actividad, la denominación completa de la entidad agregando “Agente (con detalle de la categoría) registrado bajo el N°... de la CNV” o leyenda similar.

En las actividades tendientes a la promoción de sus servicios, los agentes no pueden incluir declaraciones, alusiones, nombres, expresiones o descripciones que puedan inducir a error, equívoco o confusión al público sobre los servicios que se ofrezcan (artículo 7, Capítulo VII, Título VII, de las Normas).

Finalmente, las comisiones que cobren los agentes deben ser públicas, informadas tanto a la CNV, como al público (artículo 8, Capítulo VII, Título VII, de las Normas).

(vi) Responsabilidad y competencia disciplinaria.

El artículo 55, de la LMC, establece la responsabilidad de los agentes registrados ante el mercado por cualquier suma que la entidad hubiese abonado por su cuenta, quedando inhabilitado para operar mientras no regularice su situación. La norma mantiene esencialmente la misma redacción que el artículo 58, de la ley 17.811, pero en



lugar de la suspensión del agente se prevé su inhabilitación para operar, sanción esta que en la graduación de sanciones prevista en el artículo 132, de la LMC, aparece antes que la de suspensión. Sin embargo, parecería que no se trata de una sanción menos grave, sino simplemente de un impedimento para actuar como agente en tanto no se regularice la situación o se demuestre el caso fortuito o la fuerza mayor.

Relacionado con este tema, el artículo 45, de la LMC, dispone que los mercados deben constituir un fondo de garantía destinado a hacer frente a los compromisos no cumplidos por sus agentes, originados en operaciones garantizadas.

Finalmente, el artículo 56, LMC, en línea con la eliminación del sistema de autorregulación, establece que la potestad disciplinaria sobre los agentes está, ahora, exclusivamente en cabeza de la CNV. Sin embargo, la segunda parte de la disposición parece incurrir en contradicción con este principio de la exclusividad al advertir que la omisión deliberada o la falta de debida diligencia en el control de los agentes habilitados por parte del mercado serán sancionadas por la CNV.

¿Significa esto que, en definitiva, el control sobre los agentes es compartido con la CNV por los mercados? La respuesta implica matizar el principio de exclusividad impuesto por la norma. Considero que la interpretación correcta es concluir que la potestad de imponer sanciones es exclusiva de la CNV, pero ésta delega, de manera no exclusiva, en los mercados el control cotidiano sobre sus agentes, delegación que se traduce en el deber de denunciar ante la CNV cualquier falta en que incurriesen dichos agentes. Es precisamente la omisión o la falta de diligencia en denunciar esas faltas lo que sanciona la CNV. Claro está que, para estar en condiciones de denunciar faltas de sus agentes, los mercados deberán efectuar un control de sus actividades.

En conclusión, por razones prácticas, la LMC, si bien ha puesto el poder disciplinario en cabeza de la CNV, permite delegar el control cotidiano sobre las actividades de los agentes en los mercados en que éstos actúan. Pero la facultad de imponer sanciones sí será siempre exclusiva de la CNV.

(B) Agentes de negociación.

(i) Características. Formas de operar.

El Capítulo I, Título VII, de las Normas de la CNV, regula lo atinente a los agentes de negociación<sup>542</sup>. El artículo 2, de dicho Capítulo, establece las actividades que pueden realizar tanto para su cartera propia, como para terceros clientes<sup>543</sup>. Como se deduce de la norma, se trata del tradicional agente de bolsa.

El artículo 3 establece las formas en que pueden actuar estos agentes.

Por su lado, el artículo 6, del mismo capítulo, impone límites a la actuación de los agentes de negociación. Algunos de los supuestos contemplados en la norma persiguen como fin mantener la competencia de cada categoría de agentes, como los de liquidación y compensación.

Precisamente, el artículo 7 exige a los agentes de negociación acordar con un agente de liquidación y compensación, debidamente registrado por ante la CNV y miembro del mercado correspondiente, la liquidación de fondos y valores.

Se exige a los agentes de negociación una determinada estructura interna, así como la designación de un responsable de cumplimiento regulatorio y de control interno y la de un responsable de relaciones con el público.

En este sentido, el artículo 18, Capítulo VII, Título VII, de las Normas<sup>544</sup>, dispone

---

<sup>542</sup> Recuérdese que el artículo 2, de la LMC, define a los agentes de negociación como “*Personas jurídicas autorizadas a actuar como intermediarios de valores negociables en mercados bajo competencia del organismo, cualquier actividad vinculada y complementaria que éstos realicen, con arreglo a la reglamentación que a estos efectos establezca la Comisión Nacional de Valores*”.

<sup>543</sup> El artículo 6, Capítulo V, Título VI, de las Normas de la CNV define a la cartera propia como comprensivo de: “*las operaciones realizadas por los agentes para sí o para sus sociedades controladas, las controlantes o las que estén bajo control común dentro de un mismo grupo económico de la respectiva sociedad; y para sus miembros del órgano de administración, del órgano de fiscalización, síndicos, consejeros de vigilancia, gerentes, socios, accionistas, empleados, administradores, apoderados y representantes. Asimismo, los parientes de éstos por consanguinidad en línea recta y colateral hasta el segundo grado inclusive, por afinidad en línea recta y colateral hasta el segundo grado inclusive, al cónyuge o las personas con análoga relación de afectividad.*”

<sup>544</sup> Se trata de una norma común a los agentes de negociación, a los de liquidación y compensación, a los asesores globales de inversión y a los de corretaje de valores negociables.

que:

*“Cualquier empleado o integrante del órgano de administración o del órgano de fiscalización de un agente que tomare conocimiento de que se ha incurrido en una posible conducta ilícita, dará detallada cuenta de ello por medio fehaciente e inmediatamente a la persona Responsable de Cumplimiento Regulatorio y Control Interno, sin perjuicio de la realización de otras medidas y/o comunicaciones.”* Es lo que se conoce en el mundo anglosajón como el “*whistleblower*”, es decir, quien debe denunciar la existencia de conductas ilícitas.

En cuanto a las normas de conducta, se encuentran reguladas en el Capítulo I, Título VII, de las Normas, artículo 12. Como se advierte de su lectura, se contemplan muchas situaciones que han sido materia de regulación en el mundo en las últimas décadas, por ejemplo, la necesidad de que el agente conozca a su cliente y su perfil como inversor. El artículo 13, del mismo Capítulo, establece normas sobre suministro de información a los clientes.

Se establecen aspectos mínimos que deben contener los convenios con los clientes y las autorizaciones de éstos (artículo 15).

El artículo 16 establece que las órdenes de los clientes deben ser ingresadas inmediatamente en el sistema computarizado de registro de órdenes implementado por los mercados. Se trata de un sistema centralizado multilateral por órdenes.

El artículo 52, del Capítulo I, Título VI, establece la obligación de mejor ejecución, o *best execution*, que exige a todos los agentes registrados el ingreso de órdenes para ser canalizadas hacia el Sistema Informático de Negociación del Mercado donde se encuentren las mejores condiciones para su registro. La ley faculta a la CNV para monitorear las condiciones en que se realizan las operaciones de modo de verificar que las órdenes se ejecutan bajo las mejores condiciones posibles.

El artículo 21, Capítulo VII, Título VII, exige que todas las modalidades de contacto del agente con su cliente (presencial, por internet, teléfono, correo electrónico, fax, etc.) sean autorizadas previamente por la CNV. Se establecen requisitos mínimos para cada una de las modalidades (artículos 22 a 27). Estas normas son comunes a los agentes de negociación, de liquidación y compensación y asesores globales de inversión.

(ii) Régimen informativo.

El artículo 20, Capítulo I, Título VII, de las Normas, establece el régimen informativo general al que deben someterse los agentes de negociación. Así, éstos deben remitir a la CNV, por medio de la AIF, una serie de documentos e informaciones que incluyen, entre otros, sus estatutos sociales vigentes, nómina de accionistas, nómina de los miembros de los órganos de administración y fiscalización, gerentes generales o especiales y apoderados, como también sus datos personales, datos de los auditores externos, código de conducta, organigrama y mecanismos de control interno, documentación relativa a las asambleas celebradas y nómina de los agentes productores con los que trabajen. Cierta documentación e información debe ser remitida con periodicidad semanal, trimestral y anual, especialmente la referida a estados contables.

Asimismo, el Título XII, Capítulo I, Sección II, de las Normas regula lo atinente a los hechos relevantes que deben ser informados por los agentes de negociación<sup>545</sup>. Así, el artículo 2 dispone:

*“Los administradores de entidades emisoras que realicen oferta pública de valores negociables y los integrantes del órgano de fiscalización, éstos últimos en materia de su competencia, y los administradores de mercados, cámaras compensadoras y demás agentes registrados ante la Comisión en todas sus categorías, y en su caso, los integrantes de sus órganos de fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, deberán informar a la Comisión en forma inmediata, a través de la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA –en los términos del artículo 99 de la Ley N° 26.831- todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables, el curso de su negociación, o el desenvolvimiento de la actividad propia de cada sujeto alcanzado.”*

Por su parte, el artículo 3 ejemplifica algunos hechos relevantes que deben ser informados a la CNV a través de la autopista de información financiera. Se trata de una enumeración muy amplia, aunque meramente ejemplificativa.

La CNV, a pedido de parte, por decisión fundada y por un período determinado,

---

<sup>545</sup> En verdad esta regulación alcanza a todos los sujetos supervisados por la CNV.

podrá suspender el cumplimiento de la obligación de informar al público sobre ciertos hechos y antecedentes que no sean de conocimiento público y cuya divulgación pudiera afectar seriamente el interés social; quedando a salvo la dispensa referida en el artículo 101 de la Ley N° 26.831, sobre pactos o convenios de accionistas, la que podrá ser por tiempo indeterminado cuando se trate de aspectos que a juicio de la CNV se refieran a acuerdos que sólo afecten los intereses privados de las partes.

En lo que respecta específicamente a los agentes de negociación, el artículo 13, Capítulo I, Título VII, exige a aquéllos poner a disposición de sus clientes, a través de los medios de comunicación oportunamente acordados, un estado de cuenta que debe contener la información mínima sobre cada transacción u operación realizada que se detalla en la norma. A la vez, el artículo 14 exige a estos agentes informar a sus clientes con una periodicidad trimestral un informe de la cartera administrada.

Finalmente, el artículo 20 establece el régimen informativo periódico semestral y trimestral en cabeza de los agentes de negociación, relativo sobre todo a información contable y relativa a sus clientes y sus carteras.

(C) Agentes productores.

Los agentes productores (AP) están definidos por la LMC en su artículo 2. Se trata de agentes que promueven negocios en nombre de un agente de negociación. Se encuentran regulados en las Normas de la CNV en el Capítulo V, Título VII. El artículo 2 establece que el agente productor podrá realizar actividades de asesoramiento en el ámbito del mercado de capitales, y de difusión y promoción de valores negociables autorizados a la oferta pública en la República Argentina, vinculados contractualmente y bajo responsabilidad de un agente de negociación, de liquidación y compensación o asesor global de inversiones, en los términos indicados en el artículo 20 del Capítulo VII del Título mencionado. Esta norma exige a los AN, ALyC y AAGI que actúen con la debida atención y diligencia al celebrar convenios con agentes productores a los fines de corroborar que los mismos disponen de la competencia y capacidad para realizar las funciones, servicios o actividad de forma fiable y profesional y que los servicios que brinda se realizan en cumplimiento de las Normas. El AN, ALyC y/o AAGI deberán informar inmediatamente a la CNV, cuando detecten que el agente productor con quien ha suscripto convenio no realiza las funciones de acuerdo con lo dispuesto en las Normas.

Asimismo, el agente productor deberá mantener informado al AN y/o ALyC y/o AAGI con quien hubiere suscripto convenio sobre todas las actividades que desarrolla en el ámbito del mercado de capitales.

En el marco de su actuación, el AP podrá captar clientes para los AN, ALyC y/o AAGI, así como recomendar fondos comunes de inversión, previa suscripción de los convenios respectivos.

Estos sujetos pueden solicitar su registro ante la CNV como agentes productores de uno o más agentes de negociación, agentes de liquidación y compensación o agentes asesores globales de inversión con los que previamente deben celebrar un contrato, los que deben ser informados a la CNV.

El artículo 4 establece límites a la actuación de estos agentes, mientras que el artículo 5 impone normas de conducta.

Si el agente productor es persona física, deberá inscribirse en el registro de idóneos. Si es persona jurídica, aquellos de sus empleados que desarrollen la actividad de venta, promoción o prestación de cualquier tipo de asesoramiento o actividad con respecto al mercado de capitales que implique el contacto con el público inversor, también deberán inscribirse en dicho registro (artículo 2, Capítulo VII, Título VII, de las Normas).

Se establece también un régimen informativo (artículo 8). La información que deben suministrar a la CNV refiere a la nómina de los agentes con los que el agente productor ha celebrado convenios y las modalidades de éstos, así como su rescisión, y los clientes, retribuciones y comisiones percibidas y certificación contable. Asimismo, deben cumplir con el suministro de la información detallada en el inciso m), del artículo 11, Capítulo I, Título XV.

#### (D) Agentes asesores globales de inversión.

Esta categoría de agentes no está prevista en la LMC, si no que surge de las Normas de la CNV (Capítulo IV, del Título VII, artículos 1 al 21). Fue introducida originalmente por las Resoluciones Generales de la CNV Nos. 708, 709 y 710, todas del 2017. La configuración actual de la figura se debe a la Resolución General No. 731/2018, con las modificaciones efectuadas por la Resolución General 791/2019. Con las nuevas

normas se pretendió fomentar el regreso al país de la operatoria de la banca privada de inversión, sujetándola a la supervisión de la CNV.

Las Normas preveían originalmente la figura del agente asesor del mercado de capitales, no prevista en la LMC, pero que se utilizó escasamente en parte por las limitaciones impuestas por la reglamentación, en parte por la inmadurez del mercado local para utilizar un servicio de asesoramiento independiente. En la práctica, las funciones de asesoramiento las realizaban los agentes productores, los agentes de negociación o los de liquidación y compensación<sup>546</sup>. La LMC inicialmente no eliminó esta figura, que sí desapareció en la configuración actual de la normativa.

La norma actual establece en su artículo 2 de manera taxativa las actividades que pueden realizar estos agentes. Del texto de esta norma, se advierte que las condiciones para el registro obligatorio en la CNV se definen por las notas de habitualidad y profesionalidad de los servicios de asesoramiento, aunque no se especifica qué se entiende por dichas características. En este sentido, puede recurrirse a la rica jurisprudencia y doctrina comerciales que se desarrolló bajo la vigencia del viejo Código de Comercio en relación con el comerciante. La profesionalidad no se refiere necesariamente a requisitos de conocimientos específicos, sino más bien a una organización más o menos permanente, sobre todo teniendo en cuenta que el asesor global de inversión debe ser una sociedad anónima.

En cuanto a las actividades permitidas, las dos primeras son compartidas con otros agentes, pero la administración de carteras sólo aparece en relación con estos sujetos, por lo que sería una actividad exclusiva de éstos<sup>547</sup>.

El artículo 3 establece los límites a la actuación de estos sujetos y el artículo 4, las normas de conducta a las que deben atenerse.

Por su parte, el artículo 5 veda a estos agentes impartir órdenes o instrucciones de operaciones que, por su volumen o frecuencia, sean excesivas en relación con el perfil de riesgo del cliente y los patrones de operaciones de la cartera que administran en

---

<sup>546</sup> Cfr. Paolantonio, Martín E., “*El Agente Asesor Global de Inversión*”, La Ley 2017-F, 578.

<sup>547</sup> Cfr. Paolantonio, Martín E., “*El Agente...*”, apartado VII.

comparación con las comisiones que obtienen.

Es lo que la misma norma denomina rotación excesiva de la cartera. Esta rotación genera múltiples operaciones que acumulan comisiones para el intermediario y se conoce en el mundo anglosajón como “*churning*”<sup>548</sup>.

El agente asesor debe formar un legajo por cada cliente con cierto contenido mínimo previsto en el artículo 6, con el que también debe celebrar un convenio. Existe asimismo un régimen informativo hacia los clientes. En este sentido, el artículo 16 establece que el agente asesor debe informar a su cliente a través de los medios de comunicación acordados –en soporte papel y/o medios electrónicos- con periodicidad trimestral, dentro de los quince días corridos de finalizado cada mes calendario, un reporte de la cartera administrada con el detalle del retorno neto de comisiones y, detalle de las comisiones percibidas de terceros y del cliente, diferencias de precios, aranceles y demás gastos aplicados. Se presume conformidad con el informe remitido si dentro de los sesenta días corridos de comunicado, el cliente no ha formulado reclamo alguno al agente.

En su actuación, el agente asesor no es miembro de ningún mercado. De ahí que las operaciones que realicen sus clientes deben canalizarse a través de agentes de negociación y de liquidación y compensación o de sociedades gerentes de fondos de inversión, con quienes debe celebrar convenios a tal fin (artículo 7).

Por otro lado, el agente asesor puede enviar instrucciones destinadas a cumplirse en mercados del exterior, debidamente canalizadas a través de agentes registrados en la CNV o de intermediarios o entidades radicadas fuera del país, siempre que estén regulados por organismos de control de países incluidos en el listado de países cooperadores en materia de transparencia fiscal, previsto en el inciso b) del artículo 2° del Decreto N° 589/2013, y que no sean considerados de alto riesgo por el GAFI (artículo 11). El agente debe tener convenios con dichos intermediarios o entidades del exterior, los que deben ser informados a la CNV (artículo 13). Las operaciones en el exterior sólo pueden ser realizadas respecto de clientes que revistan la condición de inversores calificados conforme el artículo 12, Capítulo VI, Título II, de las Normas (artículo 12).

---

<sup>548</sup> Literalmente “exprimir”.



Cuando el agente curse órdenes e imparta instrucciones a través de ALyC, AN, e intermediarios del exterior del mismo grupo económico deberá:

a) Revelar dicha vinculación económica a su cliente.

b) Las órdenes deberán ser impartidas para ser cursadas en segmentos de negociación con interferencia de oferta con prioridad precio tiempo. Ante la inexistencia del segmento referido, el agente deberá obtener al menos tres cotizaciones de tres contrapartes distintas, registradas en forma fehaciente, a efectos de realizar la operación al mejor precio para el cliente. El agente también deberá informarle al cliente el *mark up/down* sobre las operaciones efectuadas. Podrá también utilizar una alternativa diferente, debiendo en tal caso, contar con elementos objetivos que permitan acreditar que la opción elegida representa el precio más conveniente para su cliente, considerando para tal fin los principios de integridad y transparencia.

Los artículos 9 y 10, del Capítulo IV, Título VII, de las Normas, contienen reglas sobre responsabilidad. Así, el artículo 10 establece que el agente de liquidación y compensación o el agente de negociación o la sociedad gerente responde ante los clientes por los actos del agente asesor en lo relativo a la operatoria, sin perjuicio de la responsabilidad de dicho agente por el desarrollo de su actividad.

El artículo 15 regula la retribución que pueden percibir estos agentes.

Para su inscripción en el registro de la CNV, el agente asesor debe presentar cierta documentación prevista en el artículo 18. Debe contar con un patrimonio mínimo, según surja de sus estados contables (artículo 19).

Finalmente, el artículo 21 establece el régimen informativo periódico (anual y trimestral), que incluye, amén de los estados contables y otra información de esa índole, la nómina de agentes o intermediarios del exterior con los que tuviese convenio, la valuación y datos de la cartera administrada y la cantidad de clientes. Debe cumplir también con el suministro de la documentación prevista en el artículo 11, inciso s), del Capítulo I, Título XV, de las Normas.

(E) Agentes de corretaje de valores negociables.

El artículo 2, de la LMC, define a estos sujetos. De allí se desprende que deben

ser personas jurídicas, concretamente sociedades anónimas.

Las Normas de la CNV los regulan en el Capítulo VI, del Título VII (artículos 1 a 18), delineando una típica función de corretaje.

Deben inscribirse en el registro correspondiente que lleva la CNV y, a tal fin, deben presentar la documentación enumerada en el artículo 3. Deben tener un patrimonio neto mínimo, el que debe surgir de los estados contables anuales (artículo 4). Se establecen también los requisitos que debe reunir el sistema informático que utilicen estos agentes (artículo 7). Podrán ser participantes del sistema que administre el agente corredor los agentes de negociación y los agentes de liquidación y compensación registrados en la CNV y los usuarios específicamente habilitados por los ACVN para ingresar ofertas (artículo 11). Sólo los participantes pueden ingresar ofertas de compra y/o de venta a estos sistemas (artículo 12).

Los agentes de corretaje podrán autorizar también a los usuarios acceder al sistema para consulta, sin posibilidad de que ingresen ofertas (artículo 13).

Las Normas prevén también que estos sujetos sólo puedan poner en relación con los agentes participantes del sistema entre sí o a éstos con usuarios habilitados para ingresar ofertas. Sólo excepcionalmente, y previa autorización fundada de la CNV, se podrá poner en relación a dos usuarios entre sí (artículo 14). Se trata de preservar la integridad del sistema.

El artículo 8 establece los deberes de estos sujetos, el artículo 9 enumera ciertas prohibiciones y el artículo 10 establece las normas de conducta que deben cumplir.

Para el desarrollo de su actividad, los agentes de corretaje pueden celebrar convenios con otras entidades del país o del exterior, informando a la CNV cuando lo haga, así como toda rescisión o modificación de dichos convenios (artículos 15 y 16). Si el agente es autorizado para actuar en otra jurisdicción, debe informarlo también a la CNV (artículo 17).

En cuanto al régimen informativo, el artículo 18 dispone una periodicidad anual para presentar a la CNV sus estados contables anuales, así como su documentación relacionada, nómina de las entidades locales o del exterior con las que haya celebrado

convenios y nómina de participantes y usuarios habilitados para ingresar ofertas al sistema y de usuarios no habilitados a ingresar ofertas, si los hubiere. Adicionalmente, se debe presentar la documentación listada en el artículo 11, inciso O), Capítulo I, Título XV, de las Normas.

(F) Agentes de custodia, registro y pago.

Esta categoría, no prevista en la LMC, ni en su decreto reglamentario, está regulada en el Capítulo II, Título VIII, artículos 1 a 68, de las Normas de la CNV.

El artículo 1 los define como entidades registradas en la CNV para prestar servicios de registración en un sistema electrónico de representación de valores negociables mediante anotaciones en cuenta, que pueden también prestar servicios de custodia y transferencia de dichos valores y pago de ellos.

En la práctica, estas funciones las cumplen la Caja de Valores S.A. y Argentina Clearing S.A.

(G) Agentes calificadores de riesgo.

Los define el artículo 2, de la LMC, como entidades registradas en la CNV para prestar servicios de calificación de valores negociables.

Por su lado, el artículo 57, de la LMC, establece que estos agentes no podrán prestar servicios de auditoría, consultoría y/o asesoramiento a las entidades contratantes o a entidades pertenecientes a su grupo de control.<sup>549</sup> También se prevé la posibilidad de que universidades públicas puedan ser registradas como agentes de calificación de riesgos, lo que ha sido criticado en virtud del riesgo siempre existente en los dictámenes emitidos por entidades no especializadas.<sup>550</sup>

El Título IX, de las Normas de la CNV, regula lo atinente a la actuación de estos

---

<sup>549</sup> El último párrafo fue agregado por la ley 27.440, el que anteriormente figuraba en el artículo 57, del decreto 1.023/2013.

<sup>550</sup> Camerini, Marcelo, “*Apuntes sobre las inconsistencias de la nueva Ley de Mercado de Capitales No. 26.831*”, Revista de Derecho Bancario y Financiero, 25/02/2013, Cita: IJ-LXVII-579.

agentes de calificación de riesgos. Conforme estas disposiciones, deben ser personas jurídicas. También se prevén ciertas prohibiciones y limitaciones a la actuación de estos agentes. Así, por el artículo 12, no podrán prestar servicios de auditoría, consultoría o asesoramiento a las entidades contratantes o pertenecientes a su grupo de control. Tampoco podrán formular propuestas o recomendaciones a dichas entidades contratantes, ya sea formal o informalmente, en relación con sus actividades o con la configuración de valores negociables, con respecto a los cuales esté previsto que el agente emita una calificación de riesgo (artículo 13). Finalmente, tampoco pueden tercerizar funciones operativas relativas a la calificación. En todos los casos en que se decida tercerizar aspectos no vinculados a las funciones operativas relativas a la calificación, el agente es responsable por la gestión del subcontratante (artículo 14).

Por lo demás, se prevén normas muy similares a las de los agentes negociadores, algunas de las cuales ya fueron comentadas, con algunas particularidades dignas de mención. Por ejemplo, el artículo 24 establece que los agentes calificadores no serán considerados expertos o terceros en los términos del artículo 120, de la LMC, que regula la responsabilidad emanada del prospecto.

Se prevén también normas sobre metodologías de calificación de riesgos (artículos 31 a 38), emisión de los informes de calificación (artículos 39 a 48)<sup>551</sup>, el consejo de calificación (artículos 49 a 61), conocimientos y experiencia de los miembros del órgano de administración, analistas y empleados (artículos 62 y 63), independencia y conflictos de intereses (artículos 64 a 72)<sup>552</sup>, confidencialidad (artículo 75), el código de

---

<sup>551</sup> Cabe mencionar el artículo 41 que prohíbe a los agentes calificadores realizar cualquier recomendación explícita y/o directa sobre las políticas de entidades soberanas, texto que anteriormente estaba en el decreto reglamentario 1.023/2013, luego derogado por el decreto 471/2018.

<sup>552</sup> Se exige que los agentes adopten todas las medidas necesarias para velar por que la emisión de una calificación de riesgo no se vea afectada por ningún conflicto de intereses, ni ninguna relación comercial, real o potencial, que involucre al agente, sus administradores, miembros del consejo, analistas, empleados u otra persona con vínculos de control con el agente. Se requiere también que el agente cuente con mecanismos internos para impedir y gestionar conflictos de intereses. El artículo 64 expresamente establece que los miembros del órgano de administración del agente deben garantizar que las actividades de calificación sean independientes, incluso de toda influencia y presión política y económica, y que los conflictos de intereses se detecten, subsanen y comuniquen adecuadamente. Asimismo, se prevé que la retribución de los miembros del consejo de calificación y de los analistas, no estará subordinada a la cuantía

conducta que deben adoptar (Anexo I)<sup>553</sup>, entre otros. El Capítulo II trata sobre los agentes de calificación de riesgo que son universidades públicas, similares a las anteriores, pero adaptadas a la naturaleza propia de estas entidades.

Por otro lado, el artículo 58, LMC, establece que estos agentes podrán, a solicitud de las emisoras u otras entidades, calificar cualquier valor negociable, sujeto o no al régimen de oferta pública.

Por su parte, el decreto reglamentario 471/2018, contiene en su artículo 58, primer párrafo, una norma idéntica, pero agrega en su segundo párrafo la facultad de la CNV de establecer la obligatoriedad de las calificaciones cuando las condiciones de las entidades o de los valores así lo requieran.

Hasta el momento de escribir estas líneas, la CNV no ha dispuesto la obligatoriedad de la calificación respecto de ningún valor negociable. Sin embargo, es

---

de ingresos que el agente de calificación obtenga de las entidades calificadas, sus controlantes, controladas, grupos controlantes o grupos de control (artículo 65). Deben también organizar sus canales de información y de comunicación de forma que quede garantizada la independencia de los analistas de calificaciones y consejeros de calificación respecto de sus demás actividades llevadas a cabo a título comercial (artículo 66). Por otro lado, los miembros del consejo de calificación y los analistas no podrán iniciar o participar en negociaciones sobre honorarios o pagos con una entidad con la que el agente ha firmado un convenio para brindar servicios de calificación de riesgos (artículo 67). También se dispone que los miembros del consejo de calificación, los analistas, miembros del órgano de administración, gerentes generales o especiales designados de acuerdo con el artículo 270 de la LGS, miembros del órgano de fiscalización, titulares y suplentes, y empleados del agente, no podrán adquirir, vender, ni realizar ningún tipo de operación relacionada con valores negociables o instrumentos sobre los cuales el agente ha emitido una calificación de riesgo (artículo 68). Adicionalmente, se prevén que los miembros del consejo de calificación y los analistas deben abstenerse de participar y/o influir en cualquier proceso de calificación en determinados supuestos (artículo 69). Finalmente, se prohíbe a los miembros del órgano de administración, de fiscalización, del consejo de calificación, analistas, gerentes generales o especiales designados de acuerdo con el artículo 270 de la LGS, responsables de la función de relaciones con el público y de la función de cumplimiento regulatorio y/o cualquier otro empleado del agente aceptar dinero, obsequios o favores de ninguna persona con la que el agente mantenga relaciones de negocios (artículo 70). Como se ve, se trata de mantener la independencia y objetividad del informe de calificación.

<sup>553</sup> Que se basa en el modelo adoptado por IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*).

sabido en el mercado que cualquier emisión de valores de relativa importancia requiere, para el éxito de su colocación, del dictamen de una calificadoradora de riesgo.

A la fecha de este trabajo, se encuentran registradas como agentes calificadoras de riesgos, como entidades privadas, Evaluadora Latinoamericana S.A., FIX SCR S.A., Moodys Latin America S.A., Professional Rating Services S.A. S&P Global Ratings Argentina SRL y Standard & Poors International Ratings, LLC, Sucursal Argentina. Como universidades públicas están registradas Calific.ar UNM (Universidad Nacional de Moreno), Unidad CEPAF - Agente de Calificación de Riesgos Universidad Pública (UBA), Universidad Nacional de San Martín, Universidad Nacional de Tres de Febrero y Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires.

(H) Hacedores de mercado.

Esta expresión, no prevista en la LMC, ni en su decreto reglamentario, no refiere en realidad a una nueva categoría de agente, si no a una modalidad de actuación. Se encuentra regulada en las Normas de la CNV en el Capítulo V, Sección XIX, Título VI, artículos 70 a 72<sup>554</sup>.

El artículo 72 define a esta figura como aquel agente de liquidación y compensación registrado en la CNV que sea habilitado por el mercado del que sea miembro para actuar como hacedor de mercado, conforme la reglamentación que dicte dicho mercado, la que debe ser aprobada por la CNV.

Los considerandos de la Resolución 673/2016, que incorporó la figura a las Normas, refiere que se advierte que la inclusión de este actor en el mercado contribuye a lograr una mayor liquidez y competitividad generando precios en forma continua y profunda, así como morigerando las oscilaciones bruscas y aumentando el volumen de los registros. Se destaca, además, que su participación proporciona niveles de liquidez

---

<sup>554</sup> La figura ya era mencionada en el Decreto 677/2001, que dejaba a la CNV su definición y, junto con las entidades autorreguladas, la reglamentación de su actuación. En ese marco, y para fomentar la operatoria del Panel Pymes, el Mercado de Valores de Buenos Aires había receptado esta modalidad en el año 2006, lo mismo que el Mercado a Término de Buenos Aires que lo hizo en 2012 y lo modificó en 2017 para adecuarse a la nueva normativa de la CNV. Actualmente lo contempla el MATBA – ROFEX S.A. También contempla la figura Bolsas y Mercados Argentinos.

apropiados que posibilitan a sus participantes el acceso y la salida de los mercados generando condiciones más favorables al momento de concretar operaciones.

Precisamente, el artículo 71 establece la forma de actuación de estos sujetos:

*“La función del Hacedor de Mercado será la de proveer liquidez a las especies y/o instrumentos sobre los que opere en orden a la formación más eficiente del precio y a la consiguiente reducción de su volatilidad, mediante la formulación de ofertas de compra y de venta con un mínimo diferencial entre sus respectivos precios bajo las condiciones que cada Mercado establezca y según la especificidad del instrumento o de la especie que se determine en la respectiva reglamentación. Asimismo, el Hacedor de Mercado deberá cumplir con lo dispuesto en el artículo 2° de la Sección II del Capítulo V del presente Título<sup>555</sup> y actuar exclusivamente por cuenta propia. Durante el período de presencia en la sesión de negociación el Agente de Liquidación y Compensación sólo podrá actuar en carácter de Hacedor de Mercado en las especies y/o instrumentos para los que se encuentre habilitado por el respectivo Mercado.”*

El artículo 72 establece las pautas mínimas que la reglamentación de los mercados debe contener en relación con la actuación de estos sujetos. Su actividad es muy importante para evitar la alta volatilidad que suele sufrir el mercado de capitales argentino.

#### (I) Otros agentes.

La LMC prevé otras categorías de agentes como los de colocación y distribución<sup>556</sup>, de custodia de productos de inversión colectiva<sup>557</sup> y de administración de

---

<sup>555</sup> Refiere a la regulación de la forma en que se realizan las operaciones garantizadas por los mercados.

<sup>556</sup> Definidos en el artículo 2, de la LMC, como *“Personas humanas y/o jurídicas registradas ante la Comisión Nacional de Valores para desarrollar canales de colocación y distribución de valores negociables, con arreglo a la reglamentación que a estos efectos establezca la citada Comisión.”*. Se encuentran regulados en las Normas de la CNV en el Título V, Capítulo II.

<sup>557</sup> Definidos en el artículo 2, LMC, como *“Sociedades depositarias de la ley 24.083 y sus modificatorias registradas ante la Comisión Nacional de Valores desarrollando las funciones asignadas por las leyes aplicables y las que dicho organismo determine complementariamente”*.

productos de inversión colectiva<sup>558</sup>, que se vinculan con fondos comunes de inversión y fideicomisos financieros.

## 8.- Emisoras.

### (A) Régimen legal.

El Capítulo III, del Título II, de la LMC (artículos 59 a 79), establece el régimen aplicable a las sociedades que hagan oferta pública de sus valores negociables.

En este sentido, el artículo 59 dispone que serán aplicables a las entidades emisoras comprendidas en el régimen de oferta pública, las disposiciones del referido capítulo en forma complementaria a las normas aplicables según la forma jurídica adoptada por dichas sociedades.

La disposición intenta establecer un orden jerárquico en la aplicación de las normas. Según su literalidad, se aplicaría en primer término la ley que rige el tipo social o la forma societaria adoptada por la entidad y luego la LMC, lo cual remite a la normativa que establece qué entidades pueden hacer oferta pública de títulos valores. En este sentido, el artículo 1, del Título XVI, de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (Texto Ordenado 2013) establece que:

*“El término ‘Emisoras’ identifica a aquellas entidades (sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas o asociaciones) que se encuentren autorizadas para efectuar oferta pública de sus valores negociables y a los emisores de fideicomisos financieros, Cedears y Ceva.”*

La definición no es sin embargo exhaustiva, pues el artículo 56, de la Sección VII, Capítulo V, Título II, de las Normas mencionadas dispone que:

*“Las sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, cooperativas y*

---

<sup>558</sup> Definidos en el artículo 2, LMC, como “Sociedades gerentes de la ley 24.083 y sus modificaciones, a los fiduciarios financieros regidos por el capítulo 30 del libro tercero del título IV del Código Civil y Comercial de la Nación y sus modificaciones y a las demás entidades que desarrollen similares funciones y que, a criterio de la Comisión Nacional de Valores, corresponda registrar en este carácter para su actuación en el marco del funcionamiento de los productos de inversión colectiva”.



*asociaciones mutuales, así como las sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley N° 19.550, podrán solicitar a la Comisión su inscripción en un registro especial para constituir programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta UN (1) año para ser ofertados públicamente con exclusividad a inversores calificados.”*

Por otro lado, el cuerpo de las Normas hace referencia en varios lugares a las asociaciones civiles como emisoras (por ejemplo, el artículo 4, de la Sección I, Capítulo I, Título IV, de las Normas). Ello en consonancia con el artículo 1, de la Ley de Obligaciones Negociables No. 23.576, que establece:

*“Las sociedades por acciones, las sociedades de responsabilidad limitada, las cooperativas y las asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley General de Sociedades 19.550, t. o. 1.984 y sus modificaciones, pueden contraer empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables, conforme las disposiciones de la presente ley.”*

Se advierte entonces que el universo de emisoras es amplio: sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, cooperativas, asociaciones mutuales, asociaciones civiles, sociedades extranjeras en los términos del artículo 118, de la LGS<sup>559</sup>, fideicomisos financieros y fondos comunes de inversión.

En virtud de lo anterior, parecería que la norma en comentario establece que en primer lugar deberá aplicarse la ley referida al tipo social o a la forma asociativa adoptada por la emisora y luego, en forma complementaria, la normativa de la LMC.

Sin embargo, ello no es así. En efecto, las normas para emisoras establecidas en la LMC son aplicables en primer término, desplazando a las disposiciones legales en contrario que pudieran contener las normas aplicables a la forma societaria. En

---

<sup>559</sup> Pese a lo amplio de la norma en realidad las sociedades extranjeras que pueden ser emisoras son aquellas que tengan una o más sucursales o representaciones permanentes en el país (artículo 1, Sección I, Capítulo VIII, Título II, de las Normas), lo que es lógico dado que el hecho de emitir títulos valores en el país configura ya de por sí un ejercicio habitual de actos comprendidos en el objeto social de la emisora extranjera, tal como pide la aludida norma del artículo 118, LGS.

consecuencia, el orden jerárquico es inverso. Primero las normas de la LMC y luego, en lo que no esté regulado expresamente en ésta, aquellas otras leyes.

En el caso de las sociedades por acciones y de responsabilidad limitada, la norma en cuestión será la LGS, a la que se agregará la Ley 21.526, de entidades financieras y la Ley 20.091, de entidades de seguros, según corresponda. En el caso de las cooperativas, la Ley 20.337. Para las asociaciones mutuales, la Ley 20.321. Respecto de las asociaciones civiles, el Código Civil y Comercial (Sección 1a., Capítulo 2, Título II). Para las sociedades extranjeras, se aplicarán las leyes de su lugar de constitución (artículo 118, LGS). Respecto de los fideicomisos financieros, será de aplicación la ley 24.441 y para los fondos comunes de inversión, la 24.083.

Cabe preguntarse si las sociedades por acciones simplificadas pueden hacer oferta pública de valores. En este sentido, la redacción original del artículo 39, de la ley 27.349, establecía que para constituir una SAS y mantener dicho carácter la sociedad no debía estar comprendida en ninguno de los supuestos previstos en los incisos 1, 3, 4 y 5, del artículo 299, de la LGS. De ello se deducía que les estaba vedado hacer oferta pública de sus acciones o debentures (inciso 1, del artículo 299 mencionado). Sin embargo, la ley 27.444 eliminó la referencia a dicho inciso, por lo que, a partir de la entrada en vigencia de dicha ley existe la posibilidad de que las SAS hagan oferta pública de valores negociables. A la fecha de esta obra, ello no ha ocurrido, aunque algunos agentes registrados han adoptado esa figura societaria.

(B) Directores. Asambleas. Acciones. Contratos con partes relacionadas.

A continuación, la LMC establece una serie de disposiciones aplicables específicamente a las emisoras que se agregan a las propias de cada figura societaria. Estas normas deben complementarse con lo dispuesto en el decreto reglamentario 471/2018 y las Normas de la CNV, especialmente las del Título II “Emisoras”.

En este sentido, el aludido Capítulo III, Título II, de la LMC, contiene disposiciones sobre normas contables, funcionamiento del órgano de administración, reuniones y asambleas a distancia, aumentos de capital, emisión de opciones sobre acciones, adquisición de acciones propias por parte de la entidad emisora, accionariado obrero, otorgamiento de poderes de voto, asambleas, contratos con partes relacionadas,

remuneración de directores, acciones de responsabilidad, asignación de funciones en el directorio, deber de lealtad de los directores y comisión fiscalizadora.

Se analizarán brevemente estas normas en lo que resulte de interés para esta obra, sin perjuicio de lo reseñado en la parte correspondiente al régimen legal argentino del directorio de la sociedad anónima.

El artículo 61, LMC, dispone:

*“Administración. El órgano de administración de las entidades emisoras podrá funcionar con los miembros presentes o comunicados entre sí por otros medios de transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras cuando así lo prevea el estatuto social. El órgano de fiscalización dejará constancia de la regularidad de las decisiones adoptadas.*

*Se entenderá que sólo se computarán a los efectos del quórum a los miembros presentes salvo que el estatuto establezca lo contrario. Asimismo, el estatuto deberá establecer la forma en que se hará constar en las actas la participación de miembros a distancia.*

*En el caso de reuniones a distancia del órgano de administración, las actas serán confeccionadas y firmadas dentro de los cinco (5) días hábiles de celebrada la reunión por los miembros presentes y el representante del órgano de fiscalización.*

*El estatuto podrá prever que las asambleas se puedan también celebrar a distancia a cuyo efecto la Comisión Nacional de Valores reglamentará los medios y condiciones necesarios para otorgar seguridad y transparencia al acto.”*

Correlativamente, el artículo 61 del Decreto Reglamentario 471/2018 establece:

*“ASAMBLEAS A DISTANCIA.*

*Cuando los estatutos de las entidades emisoras prevean la posibilidad de celebrar asambleas a distancia, deberán establecerse canales de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras asegurando el principio de igualdad de trato de los participantes.*

*Deberá dejarse constancia en el acta de los sujetos y el carácter en que*

*participaron en el acto a distancia, el lugar donde se encontraban, y de los mecanismos técnicos utilizados.*

*La celebración de una asamblea a distancia deberá ponerse en conocimiento de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES con CINCO (5) días hábiles de anticipación. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES podrá designar uno o más inspectores con función de veeduría para asistir al acto asambleario.*

*APODERADOS. En el caso de tratarse de apoderados deberá remitirse a la entidad con CINCO (5) días hábiles de antelación a la celebración el instrumento habilitante correspondiente, suficientemente autenticado.*

*PROCEDIMIENTO. ASAMBLEA A DISTANCIA. Las entidades que hagan uso de esta facultad deberán presentar en la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES los procedimientos a utilizar para su aprobación por el organismo.”*

Como se advierte, la LMC no contiene normas específicas sobre la composición del órgano de administración de las emisoras, si no sólo sobre la posibilidad de celebrar reuniones a distancia<sup>560</sup>.

Siguiendo con las normas relativas a la administración, el artículo 77, LMC, establece:

*“Asignación de funciones. En las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, la asignación de funciones específicas prevista en el segundo párrafo del artículo 274 de la ley 19.550 de sociedades comerciales (t.o. 1984) y sus modificaciones, además de inscribirse en el Registro Público de Comercio, deberá comunicarse al mercado en el cual listen las acciones.”*

La remisión al artículo 274, de la LGS, lo es específicamente a su segundo párrafo:

*“Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual cuando se hubieren asignado funciones en forma personal de acuerdo con lo establecido en el estatuto, el*

---

<sup>560</sup> Sobre las normas dictadas con motivo de la pandemia de COVID-19 del año 2020, véase nota 238.

*reglamento o decisión asamblearia. La decisión de la asamblea y la designación de las personas que han de desempeñar las funciones deben ser inscriptas el Registro Público de Comercio como requisito para la aplicación de lo dispuesto en este párrafo.”*

Se trata de un supuesto de excepción a la regla general de la responsabilidad ilimitada y solidaria de los directores establecida en el primer párrafo del referido artículo 274.

A continuación, el artículo 78, LMC, refiere a supuestos especialmente comprendidos en el deber de lealtad de los directores:

*“Lealtad de los directores. En las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones se entenderán especialmente comprendidas en el deber de lealtad con que deben actuar los directores:*

*a) La prohibición de hacer uso de los activos sociales y la de hacer uso de cualquier información confidencial, con fines privados;*

*b) La prohibición de aprovechar o de permitir que otro aproveche, ya sea por acción o por omisión, las oportunidades de negocio de la sociedad;*

*c) La obligación de ejercer sus facultades únicamente para los fines para los que la ley, el estatuto, la asamblea o el directorio se las hayan concedido;*

*d) La obligación de velar escrupulosamente para que su actuación nunca incurra en conflicto de intereses, directo o indirecto, con los de la sociedad.*

*En caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al director.”*

Se analizará más en detalle las implicancias de esta norma en la parte de esta obra referida a la responsabilidad de los directores.

Los artículos 62 y 62 bis, de la LMC, refieren a aumentos de capital y emisiones de acciones en las entidades emisoras. El primero de ellos prevé que la asamblea, al aprobar un aumento de capital, autorice al directorio a aumentar el número de acciones autorizado previendo que los pedidos de suscripción superen la cantidad de acciones ofrecidas por la sociedad, siempre con un límite aprobado por la asamblea el que a su vez

no puede superar el que determine la CNV. En cuanto al artículo 62 bis (incorporado por la ley No. 27.440) establece, por un lado, la forma de ejercer el derecho de preferencia en caso de aumento de capital en acciones u obligaciones negociables convertibles a ser ofrecidas mediante oferta pública (que debe ser ejercido exclusivamente mediante el proceso de colocación previsto en el prospecto y siempre al mismo o superior precio de colocación), el que debe estar previsto expresamente en el estatuto y ser aprobado por la asamblea respectiva, sin que exista derecho de acrecer, salvo disposición del estatuto; y, por el otro, dispone que las personas jurídicas constituidas en el extranjero pueden participar de todas las asambleas de accionistas de sociedades en el régimen de oferta pública a través de mandatarios debidamente instituidos, sin otra exigencia registral. Esta última disposición se contrapone con lo establecido en el artículo 123, de la LGS, que exige la inscripción registral de los documentos constitutivos de dichas sociedades extranjeras, así como de los poderes de sus representantes. Evidentemente la norma del artículo 62 bis, introducida como se dijo por la ley 27.440, ha dejado sin efecto el requisito de la inscripción registral, entiendo que con criterio poco feliz.

El artículo 63, de la LMC, autoriza a las entidades emisoras a emitir opciones sobre acciones o valores convertibles en acciones (siempre que lo prevea el estatuto), delegando en el directorio la fijación de los términos y condiciones de la emisión y los derechos que otorguen, así como la fijación del precio respectivo, siendo aplicables las normas pertinentes de la Ley No. 23.576, de Obligaciones Negociables.

Los artículos 64 a 67, de la LMC, regulan lo atinente a la adquisición de acciones propias por parte de la sociedad emisora.

El artículo 68, LMC, autoriza a la asamblea de una sociedad emisora a aprobar destinar una parte de las acciones a emitir en un aumento de capital a su personal en relación de dependencia y establece límites y condiciones para dicha entrega<sup>561</sup>.

El artículo 69, LMC, autoriza a la CNV a establecer por vía reglamentaria pautas relativas a ofertas de canje de acciones; voto ejercido por entidades titulares de acciones por cuenta o interés de terceros, bajo fideicomiso, depósito u otras relaciones jurídicas

---

<sup>561</sup> En este sentido, el artículo 68, del Decreto Reglamentario 471/2018 establece que es deber de las emisoras fomentar la participación de su personal como accionistas.

afines; y la solicitud pública de poderes a fin de asegurar el derecho de información pleno del inversor.

Los artículos 70 y 71, LMC, contienen normas sobre convocatorias a asambleas y sobre temas a tratar en asambleas ordinarias. Naturalmente, son aplicables también las normas de la LGS, sobre asambleas, en especial sobre la documentación a poner a disposición de los accionistas antes de la celebración del acto. El Capítulo II, Título II, de las Normas de la CNV, contienen también disposiciones atinentes a asambleas, así como sobre la información a presentar a la CNV antes y después de ellas. En este punto, es interesante mencionar la norma del artículo 24 que obliga a los accionistas, sean personas jurídicas u otras estructuras jurídicas (con lenguaje evidentemente impreciso), a informar a la sociedad emisora y a la CNV sus beneficiarios finales con sus datos respectivos. Cabe mencionar que esta información no es pública, si no restringida a la CNV y a la sociedad emisora. El artículo 26, por su parte, contiene normas para el caso de acciones de titularidad de fideicomisos, *trusts* o figuras similares, exigiendo se identifiquen los fiduciantes, fiduciarios, *trustees* o equivalentes, y fideicomisarios y beneficiarios o equivalentes. En el caso de fundaciones, deberá identificarse el fundador o quien haya efectuado aportes a su patrimonio.

Los artículos 72 a 74, LMC, contienen normas sobre contratos con partes relacionadas que tienen como fin evitar la aparición de conflictos de intereses o transacciones que no respondan a los parámetros del mercado.

En este sentido, resulta un tanto singular la exclusión de una sociedad controlada por la emisora del concepto de parte relacionada. Piénsese en el caso de una sociedad bajo el régimen de oferta pública que controla a otra sociedad y celebra un contrato de servicios con ésta. No se lo consideraría un contrato con una parte relacionada, aun cuando es muy probable que ese contrato contenga términos muy diferentes a los de mercado, generalmente en beneficio de la controlante<sup>562</sup>. Es cierto que, bajo las normas generales societarias, la sociedad controlante podría incurrir en responsabilidad respecto de su controlada si el contrato afectara el interés social de esta última (artículo 54, LGS). Pero

---

<sup>562</sup> Confrontar con el concepto de control previsto en el artículo 33, inciso 2, in fine, de la LGS, que expresamente contempla esos vínculos.

hubiese sido deseable prevenir ese conflicto desde la misma sociedad emisora controlante, máxime teniendo en cuenta el mayor grado de supervisión que sobre ella ejerce la CNV.

Por su parte, el artículo 73, LMC, establece el procedimiento a seguir en el caso de los actos o contratos con partes relacionadas.

Finalmente, el artículo 74, LMC, contiene una norma procesal:

*“Carga probatoria en litigios. En caso de que un accionista demande resarcimiento de los perjuicios ocasionados por una infracción al artículo anterior corresponderá a la parte demandada probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado o que las condiciones de la operación no causaron perjuicio a la sociedad. Tal inversión de la carga probatoria no será aplicable cuando la operación fuese aprobada por el directorio contando con la opinión favorable del comité de auditoría o de las dos (2) firmas evaluadoras o hubiere sido aprobada por la asamblea ordinaria sin el voto decisivo del accionista respecto del cual se configure la condición de parte relacionada o tenga interés en el acto o contrato en cuestión.”*

Es decir, si no se cumplen los requisitos legales (aprobación por el directorio con opinión favorable del comité de auditoría o de dos firmas evaluadoras), se presume que el acto o contrato no cumple con las condiciones de mercado o que causa perjuicio a la sociedad, salvo que dicho acto o contrato hubiese sido aprobado por la asamblea. Esta inversión de la carga de la prueba convierte al factor atributivo de responsabilidad prácticamente en objetivo, pues el actor que demanda resarcimiento por daños sólo debe acreditar su condición de accionista, los daños sufridos y que el acto o contrato no cumplió los requisitos antes aludidos, presumiéndose el nexo de causalidad entre dicha circunstancia y los daños ocasionados.

(C) Normas contables.

En lo relativo a la contabilidad, el artículo 60, de la LMC, establece una serie de normas. Entre ellas pueden mencionarse disposiciones sobre información que debe incluirse en las notas complementarias a los estados contables (acciones emitidas o con emisión autorizada por la asamblea, opciones otorgadas y valores convertibles en acciones, acuerdos que impidan gravar y/o disponer de todos o parte de sus bienes con información adecuada sobre dichos compromisos, e información sobre políticas de



asunción y cobertura de riesgos en los mercados); e información a incluir en la memoria del directorio (política comercial proyectada y otros aspectos relevantes de la planificación empresarial, financiera y de inversiones, aspectos vinculados a la organización de la toma de decisiones y al sistema de control interno de la sociedad, política de dividendos propuesta o recomendada por el directorio con una explicación fundada y detallada de la misma, y modalidades de remuneración del directorio y política de remuneración de los cuadros gerenciales de la sociedad, planes de opciones y cualquier otro sistema remuneratorio de los directores y gerentes por parte de la sociedad).

La CNV puede autorizar el envío de toda la documentación contable y demás información financiera por medios electrónicos u otras vías de comunicación, siempre que cumplan con las normas de seguridad que a tal efecto disponga.

Por su parte, el Título IV de las Normas de la CNV, especialmente su Capítulo III, contiene disposiciones adicionales sobre la forma de presentación y los criterios de valuación de los estados financieros. En este sentido, es digno de mención que el artículo 1 establece que las entidades emisoras de acciones y/u obligaciones negociables deben presentar sus estados financieros aplicando la Resolución Técnica No. 26, y sus modificatorias, de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas que adoptó las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, por sus siglas en inglés). Sólo se excluyen de dicha obligación las emisoras registradas como PYMES CNV. Aquellas entidades emisoras no incluidas en la primera parte del artículo 1, pueden presentar sus estados financieros conforme las normas contables aplicadas con anterioridad.

Estas normas deben coordinarse con las previstas en la LGS y el Código Civil y Comercial.

#### (D) Régimen informativo.

La LMC contiene en la Sección I, Capítulo V, Título III, disposiciones sobre la información a ser suministrada a la CNV no por las emisoras, si no por diversos sujetos.

Así, el artículo 99 establece el régimen informativo general. De esta norma se desprende entonces el siguiente régimen informativo:

- Respecto de las sociedades emisoras: a) Sus administradores e integrantes del órgano de fiscalización (dentro de las materias de su competencia), en su caso, deben informar acerca de todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación. Esta obligación nace con la presentación de la solicitud de oferta pública. La información debe comunicarse de manera inmediata. La emisora debe contar con un responsable de relaciones con el mercado (nombrado por el directorio, con la intervención del órgano de fiscalización). Esta designación, empero, no libera de responsabilidad a los sujetos obligados.

b) Los administradores, síndicos, gerentes, miembros del consejo de vigilancia, titulares y suplentes, así como los accionistas controlantes de una emisora, deben informar la cantidad y clase de acciones, títulos de deuda convertibles en acciones y/u opciones de compra o venta de dichos valores negociables que posean de dicha emisora.

c) Toda persona humana o jurídica que, directamente o por intermedio de otras personas, o todos los integrantes de un grupo que, en forma concertada, adquieran o enajenen acciones de una entidad emisora en cantidad tal que implique un cambio de grupo de control, sin perjuicio del cumplimiento del régimen de oferta pública, deberán informar cada adquisición o enajenación de acciones de una emisora representativas del cinco por ciento de los votos de dicha emisora, después de realizada la operación que configuró un cambio de control.

d) Toda persona humana o jurídica que celebre pactos o convenios de accionistas para ejercer el derecho a voto en una emisora o su controlante, cualquiera sea la forma, incluyendo pactos que importen la obligación de consulta previa al emitir un voto, que limiten la transferencia de acciones, atribuyan derechos de compra o suscripción de ellas, o prevean la compra de esos valores, y, en general, tengan por objeto o efecto ejercer una influencia dominante en dichas sociedades o imponer cambios significativos en la estructura o en las relaciones de poder en el gobierno de la sociedad, deben informar esas circunstancias. Igual obligación tienen los administradores, síndicos o miembros del consejo de vigilancia y accionistas controlantes de una emisora o de su controlante que sean parte o tengan conocimiento de dichos pactos o convenios. La información correspondiente debe suministrarse a la CNV, lo cual no tiene como consecuencia una aprobación de dichos pactos o convenios. En caso de incumplimiento, éstos no tendrán

valor alguno.

- Respecto de los agentes: a) Deben informar todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar el desenvolvimiento de sus negocios, su responsabilidad o sus decisiones sobre inversiones.

b) La cantidad y clases de acciones, títulos representativos de deuda y opciones de compra o venta de acciones que posean de sociedades emisoras<sup>563</sup>.

- Respecto de los mercados, cámaras compensadoras y directores y funcionarios de la CNV, deberán informar la cantidad y clases de acciones, títulos representativos de deuda y opciones de compra o venta de acciones que posean de sociedades emisoras.

El deber de información sobre las tenencias se extiende tanto a las habidas en cabeza del sujeto obligado, como a las que administre directa o indirectamente y tanto respecto de sociedades emisoras, como de sus controlantes, controladas o vinculadas. Se mantienen durante el ejercicio para el que fueron designados. En el caso del deber de informar tenencias, se mantiene hasta seis meses después del cese efectivo de sus funciones.

Por su parte, el artículo 100, de la LMC, exige proporcionar esta información a los mercados.

Es decir, que la información a suministrar debe ser siempre pública. Como excepción a esta regla, la Sección II, del mismo Capítulo V, Título III, establece el deber de reserva de información.

En este sentido, el artículo 101 dispone:

*“Excepciones al régimen informativo general. La Comisión Nacional de Valores establecerá las condiciones en que, a pedido de parte, por resolución fundada y por un período determinado, se podrá suspender la obligación de informar al público sobre ciertos hechos y antecedentes incluidos en los incisos a), b) y h) del artículo 99 que no sean de conocimiento público y cuya divulgación pudiera afectar el interés social. La*

---

<sup>563</sup> En el caso de agentes de calificación de riesgo este deber de informar se extiende a los miembros del consejo de calificación.

*dispensa referida al inciso h) del artículo citado podrá ser por tiempo indeterminado cuando se trate de aspectos que a juicio de la Comisión Nacional de Valores se refieran a acuerdos que sólo afecten los intereses privados de las partes.”*

Se trata de una facultad de la CNV que puede, a pedido de parte, preservar cierta información de su divulgación al público cuando dicha divulgación pueda causar afectar al interés de la emisora.

Adviértase que la LMC deja al arbitrio del organismo de contralor la determinación de cuándo una información puede ser preservada y cuándo no. Las Normas de la CNV no contienen disposiciones sobre el particular. Habría sido deseable que se establecieran algunas pautas más concretas para acordar la excepción y limitar en algo la discrecionalidad de la CNV.

El artículo 102, por su parte, consagra el deber de reserva que deben observar los distintos sujetos. Se trata de un deber que abarca dos conductas: la de abstenerse de divulgar la información bajo reserva y la de abstenerse de negociar mientras dicha información permanezca reservada.

En este sentido, la Sección I, Capítulo II, Título XII, de las Normas de la CNV, precisa quiénes son los sujetos alcanzados por el deber de reserva, entre los que se encuentran, naturalmente, los directores, gerentes, síndicos y miembros del consejo de vigilancia. La nómina es amplia y pretende abarcar a todas las personas que puedan utilizar la información reservada en beneficio propio o para alterar el curso de la negociación de valores negociables, pero debe entenderse como meramente enunciativa.

Por su parte, el artículo 2 enumera conductas adicionales que deben observar los sujetos alcanzados. El artículo 3 faculta a la CNV a exigir a las emisoras la nómina de todo el personal de su firma auditora y de su personal afectado a la realización de auditorías de sus estados contables, o de revisiones limitadas.

Finalmente, el artículo 103, LMC, establece un deber de colaboración con la CNV en sus procedimientos de investigación<sup>564</sup>.

---

<sup>564</sup> El artículo 2, Capítulo IV, Título XII, de las Normas de la CNV, reproduce el texto del artículo

En lo que refiere al régimen informativo propiamente dicho, se encuentra regulado en el Capítulo I, del Título IV, de las Normas. El artículo 1 exige a las emisoras y a las entidades que soliciten su ingreso al régimen de oferta pública, determinada información y documentación, según el tiempo de su presentación:

- Con periodicidad anual: a) memoria del órgano de administración sobre la gestión del ejercicio, cumpliendo los recaudos establecidos en la LGS y en la LMC, que deberá incluir, como anexo separado y para su difusión pública, un informe sobre el grado de cumplimiento del código de buen gobierno societario<sup>565</sup>, como así también sobre su política ambiental o de sustentabilidad<sup>566</sup>.

b) Estados financieros, reseña informativa, copia del acta del órgano de administración que aprobó la documentación, informe de la Comisión Fiscalizadora y/o Consejo de Vigilancia y/o Comité de Auditoría, informe del auditor externo y nómina de las entidades controladas y vinculadas, directas o indirectas, así como la de los miembros titulares y suplentes de sus órganos de administración.

Esta documentación anual se debe presentar a la CNV en el plazo de setenta días corridos luego de cerrado el ejercicio o dentro de los dos días hábiles de la aprobación por el directorio, lo que ocurra primero, y al menos veinte días corridos anteriores a la fecha de convocatoria de la asamblea de accionistas respectiva.

- Con periodicidad trimestral: Estados financieros por períodos intermedios y la demás documentación requerida anualmente, así como las variaciones que hubiesen

---

103, LMC.

<sup>565</sup> Se debe indicar si cumple totalmente los principios y recomendaciones integrantes del código de buen gobierno societario (incluido como Anexo III al Título IV, de las Normas) y de qué modo lo hace o explicar las razones por las que cumple parcialmente o no cumple dichos principios y recomendaciones e indicar si la emisora contempla incorporarlos en el futuro. Se trata del principio *comply or explain*, expresión anglosajona que quiere indicar una conducta cuyo cumplimiento no es obligatorio, pero debe explicarse el motivo para su incumplimiento.

<sup>566</sup> Se encuentran excluidos de esta última obligación las sociedades, cooperativas y asociaciones que califiquen como PyMES y las que se encuentren inscriptas o soliciten su inscripción de programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta trescientos sesenta y cinco días corridos, Cedears y Ceva.

ocurrido en el período.

Los artículos 2, 3 y 4 contienen normas particulares para entidades financieras y compañías de seguro, cooperativas y asociaciones mutuales y asociaciones civiles, respectivamente. Los artículos 5 a 8 contienen normas sobre presentación de la información.

Las normas sobre información para PyMES son más flexibles (artículo 9).

El artículo 10 exige que las emisoras que coloquen sus valores negociables en el exterior pongan a disposición de los inversores, en la sede social, toda la información que los mercados u organismos de control externos requieran.

El artículo 11 contiene una norma residual: requiere que todas las emisoras que coticen en mercados locales o del exterior remitan a la CNV, en forma inmediata, copia de toda la documentación de carácter financiero e información relevante que envíen a dichos mercados y que no esté especificada en las Normas.

Además de estos deberes de suministrar información y documentación de manera periódica, se aplica también a las emisoras el régimen de información de hechos relevantes anteriormente mencionado.

Por su parte, el artículo 4, Capítulo I, Título XII, de las Normas de la CNV, aplicable sólo a las emisoras, establece normas sobre información a suministrar relativa a la independencia de los directores y miembros de la comisión fiscalizadora.

Las emisoras tienen también el deber de informar a los mercados en que coticen sus valores negociables toda la información sobre hechos relevantes y sobre el carácter independiente o no de los miembros de sus órganos de administración o fiscalización (artículos 2 a 4, Capítulo I, Título XII, de las Normas), información que los mercados deben publicar de inmediato en sus boletines informativos electrónicos o en cualquier otro medio que garantice su inmediata y amplia difusión. Las emisoras que no coticen en mercados deberán contratar la publicación de la información referida en los boletines o medios mencionados (artículo 5).

Finalmente, el artículo 6, Capítulo I, Título XII, de las Normas, exige a las emisoras que estén incluidas entre las veinticinco sociedades con mayor capitalización al

cierre de cada mes, cuando su registro de accionistas no esté a cargo de un agente de depósito colectivo o categoría similar de agentes, informar a la CNV, mediante la Autopista de Información Financiera, dentro de los diez días hábiles de finalizado el mes calendario, una lista de sus accionistas residentes y no residentes en la Argentina, indicando país de residencia y detalle de sus tenencias accionarias.

(E) Código de Protección al Inversor o Código de Conducta.

Las Normas de la CNV (Sección III, Capítulo II, Título XII) exigen a todos los sujetos registrados en la CNV (no sólo las emisoras, sino también los agentes, mercados, idóneos, etc.) por un lado, el establecimiento de sistemas que garanticen el cumplimiento de las obligaciones impuestas y la prevención y represión de las conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública, incluyendo los procedimientos y sistemas mínimos de seguridad, a fin de prevenir o detectar violaciones a los deberes descritos en dichas Normas; y por el otro, la adopción de un Código de Protección al Inversor o Código de Conducta que prevea normas específicas dirigidas a la prevención, detección, control y sanción de las conductas contrarias a la transparencia, al deber de lealtad y diligencia frente a los inversores y demás participantes en el mercado. Este código no debe confundirse con el código de buen gobierno societario, que resulta de aplicación facultativa para las emisoras. Se trata de un código específicamente diseñado para evitar la aparición de conductas contrarias a la transparencia. Naturalmente, nada impide que ambos aspectos, el administrativo de buen gobierno y el deontológico, estén incluidos en un solo código.

Este código de conducta debe ser remitido a la CNV, vía Autopista de Información Financiera y publicado en la página web institucional del sujeto obligado.

El código debe estar redactado en lenguaje fácilmente accesible al público y debe abarcar como mínimo los siguientes aspectos:

a) Normativa aplicable relacionada con la Transparencia en el Ámbito de la Oferta Pública, las conductas contrarias a la transparencia y los procedimientos tendientes a prevenir dichas conductas.

b) Normas de protección al inversor vigentes, incluyendo explicación de los derechos que incumben a los inversores, especialmente respecto del pequeño inversor

minorista no profesional que participa en el mercado de capitales, y los procedimientos aplicables, en cuanto a tiempo, modo y forma, para el efectivo ejercicio de tales derechos.

c) Disposiciones que regulan el comportamiento del personal alcanzado, garantizando entre otros aspectos, la seguridad y eficiencia en los servicios prestados, el respeto del deber de confidencialidad y la prevención de eventuales conflictos de intereses.

(F) Pequeñas y medianas empresas.

El Capítulo VI, Título II, de las Normas de la CNV, contiene un régimen diferenciado para pequeñas y medianas empresas que persigue el objetivo de facilitar su acceso al mercado de capitales.

El artículo 1 define a las PyMEs a los efectos del acceso al mercado de capitales (PYMES CNV) a aquellas empresas definidas como micro, pequeñas y medianas empresas por la resolución de la ex Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa, del ex Ministerio de Producción y Trabajo, No. 220/2019, que cuenten con certificado MiPyME y se encuentren inscriptas en el Registro de Empresas MiPyME a cargo de la autoridad de aplicación de la ley 24.467 (Régimen de las Pequeñas y Medianas Empresas). Dicha autoridad de aplicación es actualmente la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa, dependiente del Ministerio de Desarrollo Productivo.

A su vez, la referida resolución 220/2019 define a las MiPyMEs en función de sus ventas totales anuales expresados en pesos, conteniendo topes por actividad (agropecuaria, industria y minería, comercio, servicios y construcción), de la cantidad de personal ocupado y de sus activos. No se consideran PyMEs las entidades bancarias, las compañías de seguro y los mercados autorizados a funcionar por la CNV. Tampoco se considerará PyME aquella entidad que reúna los requisitos establecidos, pero esté controlada o vinculada a una empresa o grupo económico que no tenga dicha condición.

El monto de las emisiones de una PyME CNV no puede exceder los diecinueve millones de unidades de valor adquisitivo (UVA) y los de una PyME CNV Garantizada diez millones de unidades UVA.

Se establece un régimen más flexible en cuanto a organización interna (no se les exige la constitución del comité de auditoría y basta con que cuenten con un síndico titular



y uno suplente<sup>567</sup>), tasas de fiscalización y control y aranceles (están exentas), y documentación a presentar al solicitar el ingreso al régimen de oferta pública<sup>568</sup>.

Los valores negociables emitidos por las PyMEs (excepto en el marco del régimen “PYME CNV GARANTIZADA”) sólo pueden ser adquiridos por inversores calificados. Se entiende por éstos:

a) El Estado Nacional, las provincias y municipalidades, sus entidades autárquicas, sociedades del estado y empresas del estado; b) organismos internacionales y personas jurídicas de derecho público; c) fondos fiduciarios públicos; d) la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) – Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS); e) cajas previsionales; f) bancos y entidades financieras públicas y privadas; g) fondos comunes de inversión; h) fideicomisos financieros con oferta pública; i) compañías de seguros, de reaseguros y aseguradoras de riesgos de trabajo; j) sociedades de garantía recíproca; k) personas Jurídicas registradas por la CNV como agentes, cuando actúen por cuenta propia; l) personas humanas que se encuentren inscriptas, con carácter definitivo, en el Registro de Idóneos a cargo de la CNV; m) personas humanas o jurídicas, distintas de las enunciadas en los incisos anteriores, que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones en valores negociables y/o depósitos en entidades financieras por un monto equivalente a unidades de valor adquisitivo (UVA) trescientas cincuenta mil; y n) personas jurídicas constituidas en el extranjero y personas humanas con domicilio real en el extranjero.

Como se ve, la nómina de posibles adquirentes es bastante amplia. Los agentes que intervengan en estas operaciones son responsables por el cumplimiento de las condiciones requeridas, es decir, de que la parte compradora sea un inversor calificado (artículo 10).

Asimismo, se les exige a estos compradores que dejen constancia ante el agente

---

<sup>567</sup> Las PyMES constituidas como sociedad de responsabilidad limitada pueden optar por no contar con órgano de fiscalización. También las entidades bajo el régimen PYME CNV GARANTIZADA pueden optar por no contar con fiscalización individual o plural.

<sup>568</sup> En el caso de valores representativos de deuda de corto plazo la presentación del prospecto es optativa.

interviniente de que los valores negociables de PyMEs han sido adquiridos sobre la base del prospecto de emisión puesto a su disposición y que la decisión de inversión ha sido adoptada en forma independiente.

Existe, además, un régimen especial, aún más flexible, denominado “PYME CNV Garantizada”, para las PyMEs que emitan obligaciones negociable simples no convertibles en acciones, documentadas a través de un certificado global y garantizadas en su totalidad por entidades de garantía (entidades financieras, sociedades de garantía recíproca o fondos de garantía públicos creados por leyes nacionales o provinciales inscriptos en el Banco Central de la República Argentina)<sup>569</sup>.

#### (G) Régimen Diferenciado Intermedio de Oferta Pública.

Mediante Resolución General 867/2020 (modificada por la Resolución General 899/2021), la CNV dispuso la creación de un régimen diferenciado intermedio de oferta pública destinado a favorecer el ingreso al mercado de capitales de potenciales emisoras de mediano porte (nueva sección XI, agregada al Capítulo V, del Título II, de las Normas de la CNV. Pueden emitir tanto acciones, como obligaciones negociables y se prevé una exención del pago de las tasas de fiscalización y control para aquellas entidades que, además de cumplir los requisitos específicos de este régimen intermedio, califiquen como PyME CNV (artículos 109 y ss.).

Para acceder a este régimen, las entidades deben cumplir una serie de condiciones: no superar los ingresos totales establecidos en el artículo 111, encuadrar en el listado de actividades permitidas y no estar entre las entidades excluidas del artículo 113 (entidades en las que participe el estado nacional, empresas con acciones admitidas a negociación en el exterior y agentes registrados y mercados autorizados).

Para el caso de acciones, las emisoras están exentas de la obligación de constituir el comité de auditoría.

---

<sup>569</sup> Mediante Resolución General CNV 915/2021 se eximió a las PyMEs CNV Garantizada de cumplir con el régimen informativo periódico, así como de informar como hechos relevantes, excepto los relativos a su estado de insolvencia o procesos concursales y hecho que puedan obstaculizar seriamente sus actividades.

Existe también un tope máximo de emisión para el caso de obligaciones negociables, calculado en función del patrimonio neto de la emisora (artículo 122).

Las sociedades comprendidas en este régimen que deseen emitir obligaciones negociables deberán contar con comisión fiscalizadora o consejo de vigilancia, o sindicatura unipersonal, en el caso de sociedades de responsabilidad limitada o sociedades que no sean por acciones (artículo 127).

#### 9.- La oferta pública.

##### (A) Introducción. Objeto. Autorización.

Resulta necesario brindar un panorama, al menos somero, sobre el régimen de oferta pública.

En este sentido, la LMC regula en el Título III, Capítulo I, la oferta pública de valores negociables y otros instrumentos financieros. Cabe tener presente la definición incluida en el artículo 2, de la citada ley:

*“Valores negociables: Títulos valores emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotapartes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren conforme la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio, letras hipotecarias y todos*

*aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados.*<sup>570</sup>

Como se ve, la definición es muy amplia por lo que no se comprende por qué el Capítulo I se denomina “Oferta pública de valores negociables y otros instrumentos financieros”. ¿Cuáles son estos “otros instrumentos financieros”? En realidad, la definición antes transcrita de valores negociables intenta ser comprensiva de todo instrumento que pueda ser objeto de negociación en el mercado de capitales. Pero la ley prevé la posibilidad de que aparezcan otros instrumentos no incluidos en dicha definición (o, al menos, no expresamente incluidos) que pudieran ser negociados en los mercados. Es lo que menciona el segundo párrafo del artículo 81:

*“Toda negociación de instrumentos que, a criterio de la Comisión Nacional de Valores, comprenda características semejantes a la oferta pública definida en la presente ley se considerará como tal y se someterá a las normas de la Comisión Nacional de Valores.”*

Con lo que queda claro que la definición de valores negociables del artículo 2 es, en principio, meramente ejemplificativa. Ello tiene una consecuencia no menor, que, como se vio, se ha planteado en los Estados Unidos: la existencia de operaciones no autorizadas formalmente por el organismo regulador, pero que, advertidas por éste, tienen como consecuencia la inclusión en el régimen de oferta pública<sup>571</sup>. Será entonces la CNV la encargada de determinar si una operación debe estar incluida o no en el régimen. Ello se refuerza con lo establecido en el artículo 82:

*“Objeto y sujetos de la oferta pública. Pueden ser objeto de oferta pública los valores negociables emitidos o agrupados en serie que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase se ofrecen en forma*

---

<sup>570</sup> Adviértase la referencia a contratos de inversión, a semejanza de la Sección 2(a)(1), de la Ley de Valores norteamericana de 1933. En un fallo del 21 de mayo de 2021, la Cámara Nacional en lo Penal Económico confirmó un auto de procesamiento por el delito de captación de ahorros del público sin autorización de la CNV (artículo 310, segundo y tercer párrafo, del Código Penal) a ciertas personas que habían constituido un fideicomiso inmobiliario. El argumento de la Cámara fue que lo que se ofrecía al público era un “módulo de inversión”, asimilable a un contrato de inversión (El Dial.com, AAC64A).

<sup>571</sup> Por ejemplo, las llamadas criptomonedas, que todavía no tienen una regulación clara.

*genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo y todos aquellos instrumentos financieros que autorice la Comisión Nacional de Valores.*

*Pueden realizar oferta pública de valores negociables u otros instrumentos financieros las entidades que los emitan y los agentes registrados autorizados a estos efectos por la Comisión Nacional de Valores.*

*El citado organismo podrá dictar normas estableciendo y reglamentando supuestos específicos conforme a los cuales se considere que una oferta de valores negociables no constituye una oferta pública sino privada, para lo cual podrá tomar en consideración los medios y mecanismos de difusión, ofrecimiento y distribución y el número y tipo de inversores a los cuales se destina la oferta.”*

El primer párrafo de la norma transcripta es claramente redundante. Si la propia ley brinda una definición de valores negociables, no se entiende por qué se vuelve a dar una definición aquí, la que, incluso, no coincide exactamente con la del artículo 2. Máxime cuando en la última parte se hace la salvedad “... y todos aquellos instrumentos financieros que autorice la Comisión Nacional de Valores”. Pareciera que la ley no confía en su propia definición. No se trata, como podría parecer a simple vista, de una definición genérica de valores negociables (la del artículo 2) y una específica de valores negociables objeto de la oferta pública (la del artículo 82), pues la primera ya incluye la mención a “... que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros”. La expresión contenida en el artículo 82 (*valores negociables emitidos o agrupados en serie que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo*) refiere ciertamente a valores negociables susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. De todas formas, debió optarse por una redacción más clara.

El segundo párrafo comienza con una afirmación tautológica: pueden realizar oferta pública de valores negociables y otros instrumentos las entidades que los emitan. A continuación, la norma contiene una contradicción con el sistema que la misma LMC establece. Los agentes registrados no realizan en rigor oferta pública de valores negociables. Realizan operaciones con ellos, pero no los emiten. Nada impide que lo hagan, pero entonces no estarán actuando como agentes, sino como emisores.

El tercer párrafo faculta a la CNV a dictar normas reglamentando supuestos en los que se considere una oferta de valores negociables como privada y no pública. La norma no lo dice, pero la CNV tiene también la facultad de abstenerse de intervenir en determinada operación por considerarla privada, sin necesidad de una reglamentación expresa.

El artículo 83, LMC, excluye del régimen de la oferta pública a los valores negociables emitidos por la Nación, las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, los entes autárquicos, así como por los organismos multilaterales de crédito de los que la República Argentina fuere miembro, salvo cuando la negociación de dichos valores se realice por una persona privada, humana o jurídica. La oferta pública de valores negociables emitidos por estados extranjeros, sus divisiones políticas y otras entidades de naturaleza estatal del extranjero en el territorio argentino deberá ser autorizada por el poder ejecutivo nacional, con excepción de las emisiones de los estados nacionales de los países miembros del Mercosur, las que tendrán oferta pública automática bajo condición de reciprocidad.

Se encuentra entonces delimitado el objeto de la oferta pública: los comprendidos en la definición de valores negociables contenida en el artículo 2, LMC, más aquellos instrumentos que la CNV considere que deben ser incluidos en el régimen, con las excepciones referidas en el artículo 83.

Para determinar cuándo la oferta de dichos instrumentos es pública es preciso acudir a la definición contenida en el artículo 2, LMC:

*“Oferta pública: Invitación que se hace a personas en general o a sectores o a grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con valores negociables, efectuada por los emisores, por sus tenedores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, medios electrónicos incluyendo el uso de correo electrónico y redes sociales, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.”*

La definición guarda bastante semejanza con la que contenía la ley 17.811 (artículo 16), con la necesaria inclusión de los medios electrónicos, correo electrónico y redes sociales.

De la definición transcripta se desprende que, para que exista oferta pública, la invitación a realizar actos jurídicos debe ser hecha a personas en general o a sectores o grupos determinados. Es decir, la oferta debe ser indeterminada en cuanto al sujeto receptor de la misma. Si así no fuera, no se estaría en presencia de una oferta pública, sino privada, la que carece de regulación específica pues no compromete el ahorro público<sup>572</sup>.

En esto, la LMC sigue básicamente el sistema de la ley 17.811<sup>573</sup>.

La doctrina ha discutido la naturaleza de esta oferta pública. Algunos consideran que es propiamente una oferta<sup>574</sup>. Para otros<sup>575</sup> se trata de una invitación a ofertar, tesis que parece tener mayor sustento y que resuelve mejor algunos problemas de correlación entre la normativa del mercado de capitales y la del Código Civil y Comercial<sup>576</sup>.

Lo que sí debe estar determinado en la oferta es el negocio que se ofrece y el objeto de dicho negocio, es decir, el valor negociable.

---

<sup>572</sup> Ni la LMC, ni las Normas de la CNV establecen un número mínimo de personas a las que se dirija la oferta. La CNV ha considerado que, no existiendo ese criterio cuantitativo mínimo, para determinar cuándo una oferta es pública deberá atenderse a la singularidad o pluralidad de los destinatarios en primera instancia, es decir, cuando se plantea el negocio (Resolución 14.317, del 26/9/2002, en el Sumario “Pedido de investigación s/subasta de acciones de Havanna”).

<sup>573</sup> Luciani sostiene que, a través del requisito de la indeterminación de los destinatarios, el régimen de oferta pública pretende evitar que el emisor sepa de antemano quiénes serán los efectivos suscriptores, pues de lo contrario podría estarse ante un supuesto de fraude (Luciani, Fernando J., “*Bolsas y mercados de valores y cereales*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2013, pág. 59).

<sup>574</sup> Por ejemplo, Luegmayer, Sebastián “*Aspectos legales y regulatorios del Mercado de Capitales en la Argentina*”; RDCO, 222-73, Depalma, 2007.

<sup>575</sup> Cfr., por ejemplo, Paolantonio, Martín, “*Operaciones Financieras Internacionales*”, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1997.

<sup>576</sup> Para una discusión sobre este tema, cfr. Salvochea, Ramiro, “*Mercado de capitales...*”, págs. 151 y ss.

No existe en la LMC, como es lógico, una regulación de la oferta privada de valores negociables. En principio, habría que acudir a las normas sobre contratos contenidas en el Código Civil y Comercial.

Para poder efectuar una oferta pública de valores negociables es requisito la previa autorización por parte de la CNV. Así lo establece el artículo 80, de la LMC. El segundo párrafo de esta norma establece que la CNV podrá disponer la precalificación de autorización de oferta pública al inicio del trámite por las bolsas y mercados.<sup>577</sup>

Por su parte, el artículo 84 establece:

*“Procedimiento de autorización. La Comisión Nacional de Valores debe resolver la solicitud de autorización para realizar oferta pública dentro del plazo de treinta (30) días hábiles contados a partir del momento en que queda reunida toda la documentación a satisfacción de la Comisión Nacional de Valores y no se formularen nuevos pedidos u observaciones.*

*Cuando vencido dicho plazo no se hubiera expedido, el interesado puede requerir pronto despacho. A los quince (15) días hábiles de presentado este pedido si la Comisión Nacional de Valores no se hubiera pronunciado se considera concedida la autorización, salvo que aquélla prorrogue el plazo mediante resolución fundada. Dicha prórroga no puede exceder de quince (15) días hábiles a partir de la fecha en que se disponga. Vencido este nuevo plazo la autorización se considera otorgada.*

*La autorización para efectuar oferta pública de determinada cantidad de valores negociables, contratos, a término, futuros u opciones de cualquier naturaleza u otros instrumentos financieros no importa autorización para el ofrecimiento de otros emitidos por el mismo emisor, aun cuando tengan las mismas características.*

*La denegatoria no podrá fundarse en razones de oportunidad, mérito o*

---

<sup>577</sup> El sistema de precalificación funcionó durante muchos años con el anterior sistema de la ley 17.811, en el que las bolsas y mercados de valores, como entidades autorreguladas, emitían un dictamen de precalificación previo a la autorización de la CNV. Esto se eliminó con la sanción de la LMC, aunque se dejó subsistente la facultad de la CNV de reglamentar nuevamente el sistema.



*conveniencia.*<sup>578</sup>

El último párrafo de la norma transcripta resulta coherente con el sistema de información (*disclosure*) adoptado por la LMC.

La ley 27.440 eliminó el artículo 85 del texto original de la LMC que reproducía, con ligeras variantes, el texto del viejo artículo 20, de la ley 17.811, por medio del cual se autorizaba al BCRA a suspender temporariamente la oferta pública de nuevas emisiones de valores negociables. Era un auténtico control de conveniencia que ahora ha desaparecido.

Las Normas de la CNV, en su Capítulo V, Título II, regulan detalladamente la documentación a presentar a la CNV para iniciar el trámite de autorización. Ya una vez ingresada la solicitud, nacen deberes de información para las emisoras, pues éstas están obligadas a informar por escrito a la CNV, inmediatamente de producido o conocido, en forma veraz y suficiente, todo hecho o situación, positivo o negativo, que por su importancia pudiera afectar el desenvolvimiento de los negocios de la emisora; sus estados contables, o la oferta o negociación de sus valores negociables (artículo 8).

Existen procedimientos especiales para diversos casos<sup>579</sup>: a) un procedimiento de autorización automática de oferta pública para aquellas emisoras que, estando ya en el régimen, deseen colocar acciones por suscripción o valores representativos de deuda (artículos 16 a 23); b) para obligaciones negociables y títulos representativos de deuda (artículos 24 a 35bis); c) para programas globales de emisión (artículos 36 a 54); d) para programas globales de valores representativos de deuda de corto plazo (con plazos de amortización de hasta un año), para ser ofertados exclusivamente a inversores calificados, definidos conforme el artículo 12, Capítulo VI, Título II, de las Normas (artículos 56 a 66); y e) para financiamiento de proyectos (artículos 80 a 99), y para emisores frecuentes (artículos 67 a 79), entidades que hayan colocado en los veinticuatro meses anteriores a la solicitud de registro dos emisiones de acciones y/u obligaciones negociables bajo el

---

<sup>578</sup> La norma reproduce, con algunas precisiones y mejoras, el texto del artículo 19 de la ley 17.811.

<sup>579</sup> Contenidos en el Capítulo V, Título II, de las Normas de la CNV.

régimen general de oferta pública. Gozan de un régimen simplificado.<sup>580</sup>

También, como se dijo, existen regímenes especiales para PyMEs y PyMEs CNV Garantizadas. (Capítulos VI y VII, respectivamente, del Título II, Normas de la CNV)<sup>581</sup>.

Las emisoras de valores negociables constituidas o registradas en el extranjero pueden ingresar al régimen de oferta pública, cumpliendo los mismos requisitos que las emisoras nacionales. Su régimen se encuentra regulado en el Capítulo VIII, Título II, de las Normas de la CNV.

#### (B) Prospecto.

Conforme establece el artículo 2 (Sección I, Capítulo IX, Título II, de las Normas de la CNV), el prospecto constituye el documento básico a través del cual se realiza la oferta pública de valores negociables. En él se contiene información sobre la emisora, sobre los valores negociables y sobre la operación que se propone realizar. Es el documento que, en manos de los inversores, debe permitirles a éstos tomar o no una decisión informada de inversión.

El artículo 1 dispone que las emisoras que: a) soliciten autorización de ingreso al régimen de oferta pública de valores negociables y/o autorización de oferta pública para una suscripción de dichos valores<sup>582</sup>; b) soliciten el registro como emisores frecuentes en

---

<sup>580</sup> Los emisores frecuentes, para gozar de este régimen simplificado, deben cumplir una serie de requisitos: tener completa y actualizada la información requerida en el régimen informativo periódico, no tener sanciones administrativas firmes, no estar sometidas a procesos concursales, no estar incurso en pérdida del capital social (según artículo 94, inc. 5, LGS) o de reducción obligatoria de capital social (artículo 206, LGS), no estar en mora en el pago de dividendos o amortizaciones de valores negociables y no adeudar tasas o aranceles a la CNV.

<sup>581</sup> Además, mediante Resolución General 940/2022, la CNV estableció un régimen simplificado y garantizado para obligaciones negociables con impacto social. Tienen un monto máximo de emisión (el mismo que para las PyMEs CNV GARANTIZADA), requieren contar con un informe de impacto social emitido por un agente de calificación de riesgo, son garantizadas por una entidad de garantía autorizada y tienen un régimen informativo similar al de las PyMEs CNV GARANTIZADA.

<sup>582</sup> Técnicamente es posible solicitar la autorización de ingreso al régimen de oferta pública, sin hacer una oferta concreta de valores negociables. La entidad solicitante podría tener razones para ello, por ejemplo, para cumplir con determinados compromisos contraídos contractualmente.

el régimen general de oferta pública y las emisiones dentro del mismo; y c) se encuentren alcanzadas por el régimen de ofertas de adquisición y/o canjes de valores; deben dar a publicidad un prospecto y/o suplemento de prospecto confeccionado de acuerdo al modelo y estricto orden expositivo establecido en el referido Capítulo de las Normas. Los emisores frecuentes deben ingresar los prospectos o sus suplementos por medio de la Autopista de Información Financiera, como información restringida, en reemplazo de su presentación en soporte papel.

El artículo 2 exige que el prospecto esté redactado en un lenguaje sencillo, claro para la generalidad de los lectores y que resulte fácil para el análisis y comprensión de su contenido. De todas formas, no debe pensarse que el prospecto, aun cumpliendo la exigencia aludida, es un documento de fácil lectura. Contiene gran cantidad de información comercial, legal, contable, financiera y tributaria que ni siquiera una persona con cierto nivel de instrucción es capaz de asimilar y menos para tomar una decisión de inversión. En la práctica, dejando de lado los inversores con conocimiento específico de aquellos temas, el inversor común deberá recurrir a un intermediario para que lo asesore sobre la conveniencia de invertir en tal o cual título. De ahí la importancia que revisten los deberes de los agentes analizados anteriormente.

Sigue diciendo el artículo 2 que los prospectos deberán estar firmados por personas con facultades para obligar al emisor u oferente, las que deberán estar precisamente individualizadas, e inicialados en todas sus hojas por persona con representación suficiente.

Asimismo, los prospectos -con excepción de los prospectos de emisores frecuentes- describirán detalladamente los esfuerzos de colocación a realizar que, llegado el caso, las emisoras deberán acreditar, en caso de serle requerido por autoridad competente<sup>583</sup>. La CNV puede exigir la inclusión de cuanta información adicional, advertencia y/o cualquier consideración estime necesaria, y que se aporte la documentación complementaria que entienda conveniente.

Una vez aprobado, el prospecto debe ser impreso en un número suficiente de

---

<sup>583</sup> Como se vio, la realización de determinados esfuerzos de colocación de los valores negociables es uno de los parámetros a tener en cuenta para determinar cuándo una oferta es pública.

ejemplares para cubrir la demanda de los posibles interesados, y publicarse en la Autopista de la Información Financiera y en los sistemas de información de los Mercados en que se vayan a negociar los valores negociables (artículo 3). Para dicha publicación, puede utilizarse una versión resumida del prospecto, lo que deberá aclararse debidamente. En este caso, el prospecto completo debe estar a disposición de los inversores en la sede de la emisora, en la de los agentes de colocación y distribución o en otro lugar que se indique (artículo 4).

No resulta necesaria la confección del prospecto cuando se trate de emisiones de acciones por capitalización de reservas, ajustes contables, utilidades u otras cuentas especiales, registradas en los estados contables; o de emisiones de acciones con suspensión del derecho de suscripción preferente; o de emisiones de acciones por conversión o canje de otros valores negociables en los términos originales de la emisión (artículo 6).

En la primera página del prospecto y/o sus suplementos las emisoras deben insertar de forma destacada el texto previsto en el artículo 7. Destacan en este texto dos circunstancias. Por un lado, la CNV deslinda su responsabilidad en cuanto a la veracidad de la información contenida en el prospecto, lo que resulta lógico dado que, para poder asegurar dicha veracidad, la CNV debería practicar una auditoría integral de la emisora. Por otro lado, y como consecuencia de lo anterior, quien, como regla general, asume la responsabilidad por dicha información es el órgano de administración de la emisora<sup>584</sup>. Dicha responsabilidad alcanza no sólo a la veracidad de la información, sino también a su suficiencia, esto es, a la inclusión de todo hecho relevante o que deba ser de conocimiento del público inversor. Responsabilidad, entonces, por lo que contiene el prospecto y responsabilidad porque dicho contenido resulte completo y suficiente.

La Sección II, del Capítulo IX, Título II, de las Normas de la CNV, regula lo atinente a la difusión de información en la etapa anterior a la autorización de oferta pública.

Así, el artículo 8 establece que las emisoras pueden distribuir un prospecto

---

<sup>584</sup> El órgano de fiscalización y los auditores externos son responsables en lo que atañe a sus competencias.

preliminar con posterioridad a la presentación de la solicitud de autorización de oferta pública. Este prospecto preliminar debe contener una leyenda en tinta roja<sup>585</sup> y caracteres destacados en el que se haga referencia al carácter preliminar del prospecto, a que la autorización de oferta pública no ha sido otorgada aún (aunque ha sido solicitada), a que la información contenida en dicho documento está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada como definitiva, a que el prospecto preliminar no constituye una oferta de venta, ni una invitación a ofertar y a que no podrán efectuarse compras o ventas de los valores negociables referidos en el prospecto hasta que se haya obtenido la autorización de oferta pública. El prospecto preliminar debe presentarse a la CNV previo a su distribución, pero el mismo no será objeto de una autorización o aprobación por parte del organismo, estableciendo nuevamente el texto legal que el órgano de administración, y el de fiscalización y los auditores externos en materias de su competencia, serán los únicos responsables por la información contenida en el documento.

Una vez autorizada la oferta pública, el prospecto preliminar debe ser sustituido por el definitivo.

Por otro lado, el artículo 9 dispone que se podrán celebrar reuniones informativas acerca de la emisora y los valores negociables respecto de los cuales se ha presentado la respectiva solicitud, cumpliendo ciertos requisitos, tales como que las invitaciones sólo podrán ser formuladas en forma personalizada por la emisora y/o los agentes registrados en la CNV a cargo de la organización, colocación y distribución y/o el fiduciante, emisor u organizador, en su caso; en el texto de las invitaciones deberá incluirse un párrafo indicando que la CNV no se ha expedido respecto de la solicitud de autorización de oferta pública de los valores negociables; las reuniones deberán celebrarse en espacios en los cuales pueda garantizarse el acceso exclusivo de las personas invitadas; las reuniones tendrán como único objeto la presentación de información, que deberá ser consistente con la incluida en el prospecto preliminar, respecto de la emisora (y en su caso del fiduciante, emisor u organizador, tratándose de valores negociables fiduciarios), sus actividades, situación, resultados, perspectivas y cualquier otra información relevante en relación con ella y sobre los valores negociables motivo de la emisión; podrá difundirse información

---

<sup>585</sup> Esto es tomado de la tradición norteamericana que llama a estos prospectos preliminares “*red herring prospectus*” (*red herring* significa literalmente caracteres rojos).

de carácter general que fuere consistente con el prospecto preliminar y no exceda los contenidos del mismo; durante el período comprendido entre la distribución del prospecto preliminar y la autorización de oferta pública de los valores negociables por parte de la CNV, las emisoras y/o instituciones seleccionadas por la emisora para la colocación de la emisión en el país, podrán recibir indicaciones de interés respecto de los valores negociables en cuestión. Dichas indicaciones de interés no tendrán carácter vinculante; y la emisora y/o las instituciones seleccionadas para la colocación de la emisión deberán enviar a cada uno de los asistentes a las reuniones informativas un ejemplar del prospecto definitivo dentro de los dos días hábiles posteriores al otorgamiento de la autorización de oferta pública correspondiente.

En caso de haberse brindado información general al público sobre la base del prospecto preliminar, la emisora y/o las instituciones seleccionadas para la colocación deberán asegurar (con adecuada antelación a la colocación por oferta pública de la emisión) la difusión de la información del prospecto definitivo en condiciones idénticas a la otorgada al prospecto preliminar, en la Autopista de la Información Financiera y en los sistemas de información de los mercados donde negocien. No será necesario hacer referencia en el prospecto al precio de colocación cuando el mismo no hubiera sido determinado a la fecha de la distribución antes referida.

Como se advierte, no se permite ninguna actividad de difusión de información antes de la presentación de la solicitud de autorización de oferta pública.

Inmediatamente antes de la autorización de oferta pública, la emisora debe presentar el texto del prospecto definitivo por duplicado, el que debe contener, como mínimo, la información contenida en el Anexo I al referido Capítulo IX, Título II, de las Normas de la CNV, así como cualquier otra que, a criterio de la CNV, pudiere afectar la colocación o circulación posterior del valor negociable en perjuicio de los eventuales suscriptores.

Una vez obtenida la autorización, el oferente y los colocadores deberán, poner el prospecto a disposición del público inversor en la Autopista de la Información Financiera, y enviar ejemplares a los mercados donde se negocien los valores negociables ofrecidos, y a los agentes que en ellos desarrollen su actividad.

El artículo 14 establece que los prospectos y suplementos de prospectos deberán, en todos los casos, publicarse con antelación a la colocación de los respectivos valores negociables, ello sin perjuicio de lo establecido en los artículos correspondientes a valores de corto plazo, y de las facultades de fiscalización y sanción de esta CNV. Cuando el prospecto no contenga información financiera de la colocación tal como la tasa de interés, el precio o el monto, por no haber sido determinada, debido a las condiciones particulares de la emisión, una vez determinada dicha información deberá ser publicada de inmediato por los medios electrónicos de información financiera y mediante un aviso complementario en el mismo medio utilizado para la publicación inicial dentro de los dos días hábiles de su determinación.

El artículo 15 exige que la publicidad de la oferta de valores negociables sea veraz y proporcionada a las circunstancias, siendo prohibido el empleo de referencias inexactas u ocultamiento, así como expresiones susceptibles de engendrar error, engaño o confusión.

Se requiere también que las emisoras presenten uno o varios suplementos al prospecto detallando los esfuerzos de colocación de los valores negociables y cuanta información adicional, advertencia y/o cualquier consideración estime necesaria la CNV, aportando la documentación correspondiente.

En cuanto a la responsabilidad dimanada del prospecto, se encuentra regulada en los artículos 119 a 124, de la LMC que serán materia de análisis en la parte correspondiente de esta obra.

#### (C) Mecanismos de colocación de valores negociables.

En la operatoria con valores negociables debe distinguirse la colocación primaria, de la negociación secundaria. En el primer caso, los valores son ofrecidos al público por primera vez, generalmente a través de intermediarios.

Por su parte, la negociación secundaria refiere a las operaciones con valores negociables ya colocados de manera primaria. Es lo que permite otorgar liquidez a dichos valores.

El capítulo IV, Título VI, de las Normas de la CNV, regula, en sus artículos 1 a 12, lo relacionado con la colocación primaria de valores negociables.

En ese sentido, el artículo 1 establece:

*“Para la colocación primaria de valores negociables podrá optarse por los mecanismos de: a) formación de libro o b) subasta o licitación pública.*

*En cualquier caso, el procedimiento de colocación deberá asegurar la plena transparencia y quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder al inicio del mismo.*

*La colocación primaria de valores negociables deberá ser llevada a cabo a través de sistemas informáticos presentados por los Mercados autorizados por la Comisión, previo cumplimiento de los requisitos dispuestos en las Normas aplicables a los Mercados.*

*El mecanismo de formación de libro podrá estar a cargo de agentes colocadores en el exterior cuando la colocación de los valores negociables esté también prevista en otro u otros países, siempre que se trate de países con exigencias regulatorias que cumplan —a criterio de la Comisión— con estándares internacionalmente reconocidos en la materia y aseguren el cumplimiento de las disposiciones de este Capítulo en lo que resulte de aplicación. El agente colocador en el exterior deberá designar como su representante en el país a un agente de negociación y/o agente de liquidación y compensación registrado en la Comisión, a los fines del ingreso de las manifestaciones de interés locales.*

*El prospecto o suplemento de prospecto y el aviso de suscripción a publicar deberán incluir la mención del sistema de colocación a utilizar, así como los parámetros para la determinación del precio (u otra variable financiera) y las pautas para la adjudicación de los valores negociables.”*

Se desprende de la norma que, en todos los casos, la colocación primaria debe realizarse a través de los sistemas informáticos de los mercados.

Se prevén dos mecanismos: el de formación de libro (o *book building*) y el de subasta o licitación pública.

Cualquiera sea el mecanismo que se utilice, dentro de los cinco días de efectuada la colocación, se debe presentar copia del contrato de colocación, debidamente firmado, traducido y legalizado, en su caso. La documentación que acredite los esfuerzos de



colocación, así como su adjudicación y el proceso de colocación, deberá mantenerse a disposición de la CNV para el caso que sea requerida.

Asimismo, dentro de los quince días de efectuada la colocación, el agente de colocación deberá acreditar a la entidad emisora los esfuerzos realizados para la colocación primaria de los valores negociables correspondientes. La celebración de un contrato de colocación (*underwriting*) resulta válida a los fines de considerar cumplimentado el requisito de oferta pública, si el agente de colocación realizó los esfuerzos de colocación conforme lo indicado precedentemente.

En los casos de refinanciación de deudas empresarias, se considerará cumplimentado el requisito de oferta pública cuando los suscriptores de la nueva emisión revistan el carácter de tenedores de las obligaciones negociables objeto de canje.

Obsérvese que la norma se preocupa de determinar cuándo la colocación de los valores negociables constituyó una oferta pública y cuándo no. El elemento determinante lo constituyen, precisamente, los esfuerzos de colocación realizados.

El artículo 5 exige que las emisiones de valores negociables prevean un monto mínimo de suscripción, el que no puede superar los veinte mil pesos o su equivalente en otras monedas, salvo que se aplique el régimen del Banco Central de la República Argentina relativo a la emisión de títulos de deuda por parte de entidades financieras; o que la oferta se dirija a inversores calificados.

Por otro lado, es claro que en el proceso de colocación primaria debe incluirse la publicación del prospecto. El artículo 8 exige que dicha publicación debe realizarse al menos tres días hábiles antes de la fecha de inicio de la subasta o de la suscripción o adjudicación, en el caso de formación de libro. El prospecto debe contener toda la información prevista en dicha norma relacionada con el valor negociable, el mecanismo de colocación elegido y sus modalidades.

Los agentes deberán llevar un registro en el que asienten, inmediatamente de recibidas, todas las ofertas y/o manifestaciones de interés a ser cursadas al sistema informático de negociación con motivo de las colocaciones primarias en las que intervenga. Este registro podrá resultar del sistema computarizado del registro central de órdenes implementado por los mercados.

En el registro de las ofertas o manifestaciones de interés recibidas, deberán identificarse —de manera precisa— los potenciales inversores, detallar la fecha y hora en que fueron efectuadas, la cantidad de valores negociables requeridos, el límite de precio —en caso de que fuese necesario expresarlo— y cualquier otro dato que resulte relevante.

(i) Subasta o licitación pública.

Como se dijo, todos los mecanismos de colocación primaria de valores negociables deben ser canalizados a través de los sistemas informáticos de los mercados.

En el caso del sistema por subasta o licitación pública, tradicionalmente utilizado en los mercados argentinos, todas las ofertas ingresadas en los sistemas son firmes y vinculantes. Sólo excepcionalmente el sistema puede contemplar la admisión de ofertas no vinculantes, hasta un determinado límite de tiempo precio al cierre de la subasta.

Además, el sistema debe contemplar la asignación parcial de las ofertas utilizando el principio de proporcionalidad, prorrateo, o fórmulas de ponderación previstas en el prospecto o suplemento de prospecto y que no excluyan ninguna oferta, ante los supuestos de ofertas de suscripción de valores negociables de iguales condiciones y cuyo monto supere aquel pendiente de adjudicar.

Asimismo, las ofertas no podrán rechazarse, salvo que contengan errores u omisiones de datos que hagan imposible su procesamiento por el sistema o por incumplimiento de exigencias normativas en materia de prevención del lavado de dinero y financiamiento del terrorismo. Las adjudicaciones deberán efectuarse a un valor uniforme para todos los participantes que resulten adjudicados sin discriminación alguna.

La publicación del resultado de la subasta o licitación pública deberá efectuarse el mismo día de cierre por medio de la Autopista de la Información Financiera y del sitio web del mercado, incluyendo como mínimo el monto total ofertado, el precio y/o tasa de corte y el monto final colocado.

(ii) *Book building*.

Este mecanismo funcionó en la Argentina en los años 90'. Si bien no se encontraba contemplado normativamente, era permitido por la CNV. En los años 2004 y 2007, se reguló el sistema para ofertas públicas de obligaciones negociables y títulos valores

fiduciarios. En el año 2011, la CNV prohibió el mecanismo para cualquier título. Finalmente, fue reintroducido mediante la Resolución General de la CNV No. 662/2016.

El *book building* es un proceso mediante el cual uno o más agentes de colocación (*underwriters*) contratados por la emisora recogen y valúan la demanda potencial de inversores para una oferta de valores negociables y obtienen información para recomendar a la compañía sobre la medida y precio de la oferta. Normalmente, hay un grupo o sindicato de agentes de colocación (*underwriters*) que acuerdan con el emisor realizar el proceso de *book building* y firman un compromiso, en firme o no (*stand-by*), para comprar los títulos y luego los colocan en el mercado al precio determinado bajo dicho proceso. Su principal característica, que la diferencia de la subasta, es el control que los intermediarios o agentes de colocación ejercen sobre las adjudicaciones de las manifestaciones de interés recibidas de parte de los inversores. De ahí que, se realicen testeos de mercado y se lleven a cabo búsquedas de información relevante para determinar el precio de los títulos mediante reuniones grupales (*road shows*) e individuales con inversores seleccionados. El objetivo es obtener la información que permita estimar el posible precio y la potencial demanda, lo que resulta muy importante en las ofertas públicas iniciales, o de colocación primaria, cuando no se tienen referencias sobre el precio de un valor negociable, particularmente las acciones, y los inversores, principalmente los institucionales, juegan un rol decisivo en el proceso de determinación de precio (*price discovery*)<sup>586</sup>.

En este sistema, las manifestaciones de interés serán consideradas ofertas una vez ratificadas e ingresadas en los sistemas adquiriendo el carácter de firmes y vinculantes, y el inversor podrá renunciar a su facultad de ratificar las manifestaciones de interés, acordándoles carácter vinculante. Los inversores que hubieren efectuado manifestaciones de interés en la formación de libro deberán ratificarlas el día de la suscripción.

Una manifestación de interés es vinculante en este mecanismo cuando no está sujeta a ratificación, pero puede ser revocada por el inversor durante el periodo de difusión pública. Por lo tanto, una manifestación de interés vinculante que no es revocada

---

<sup>586</sup> Cfr. Grigioni, María Gabriela, “Consideraciones sobre la Resolución General No. 662/2016 de la CNV”; El Dial Online DC2168.

es una orden de compra, la cual es irrevocable y definitiva.

En la asignación, el sistema podrá utilizar reglas de proporcionalidad, prorrateo o fórmulas de ponderación. En todos los casos deberán encontrarse detalladas en el prospecto o suplemento de prospecto las pautas de adjudicación de los valores negociables. Normalmente, los criterios de adjudicación pueden tomar como base las siguientes pautas: orden cronológico, atomización, participación de inversores institucionales, si se excluyen o no competidores de la emisora, entre otros.

El prospecto o suplemento de prospecto podrá contemplar pautas para la no adjudicación de las ofertas. Es importante señalar que es optativo indicar si se fijan pautas por las cuales las ofertas no resulten adjudicadas, lo cual revaloriza el criterio de discrecionalidad que caracteriza a este sistema de colocación.

Por otro lado, las manifestaciones de interés no pueden rechazarse, salvo que contengan errores u omisiones que hagan imposible su procesamiento por el sistema o por incumplimiento de exigencias normativas en materia de prevención del lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.

Las adjudicaciones deberán efectuarse a un valor uniforme para todos los participantes que resulten adjudicados. A diferencia del sistema de subasta en el cual la norma destaca que debe adjudicarse “sin discriminación alguna”, en este sistema sólo se requiere que el valor adjudicado sea el mismo para todos los inversores adjudicados.

En este caso, también debe publicarse el resultado de la colocación el mismo día de cierre en la Autopista de la Información Financiera y del sitio web del mercado.

#### (D) Operaciones de estabilización de mercado.

El artículo 12, Sección IV, Capítulo IV, Título VI, de las Normas de la CNV, prevé que:

*“Los agentes que participen en la organización y coordinación de la colocación y distribución, una vez que los valores negociables ingresan en la negociación secundaria, podrán realizar operaciones destinadas a estabilizar el precio de mercado de dichos valores, únicamente a través de los sistemas informáticos de negociación por interferencia de ofertas que aseguren la prioridad precio tiempo, garantizados por el*

*Mercado y/o la Cámara Compensadora en su caso”.*

A continuación, la norma establece una serie de requisitos necesarios para la utilización de esta operatoria. Me remito al texto legal.

#### 10.- Funcionamiento del mercado de capitales. Negociación secundaria.

Como se dijo anteriormente, la negociación de valores una vez colocados en el mercado se denomina negociación secundaria.

En nuestro país, la negociación secundaria se realiza a través de mercados que centralizan sus órdenes a través de sistemas informáticos interconectados. Es lo que remarca el artículo 1, Sección I, Capítulo V, Título VI, de las Normas de la CNV:

*“... todas las ruedas de negociación de valores negociables deberán ser efectuadas a través de Sistemas Informáticos de Negociación presentados por los Mercados y autorizados por la Comisión, previa acreditación de los requisitos y funcionalidades dispuestos a estos efectos en el presente Título.”*

Y el artículo 2:

*“Como regla general, todas las operaciones se realizarán a través de los Sistemas Informáticos de Negociación autorizados por la Comisión, bajo segmentos que aseguren la prioridad precio tiempo y por interferencia de ofertas, y serán garantizadas por el Mercado y por la Cámara Compensadora en su caso. Los agentes habilitados para su actuación como hacedores de mercado sólo podrán desarrollar sus compromisos en el segmento con prioridad precio tiempo.”*

Sólo excepcionalmente, como se dijo, puede autorizarse un segmento de negociación bilateral<sup>587</sup>. Así lo establece el artículo 3:

*“En forma excepcional la Comisión podrá permitir a los Mercados organizar segmentos para la negociación bilateral no garantizada de valores negociables de renta fija públicos y/o privados, entre agentes de su cartera propia, o entre agentes e inversores*

---

<sup>587</sup> Que fue el tradicional segmento de los mercados argentinos. Es el utilizado por el SENEBI, de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. ya mencionado.

*calificados.*

*Los Mercados no podrán establecer para dicho segmento precios de referencia vinculados a los precios registrados en la rueda de negociación a través de los Sistemas Informáticos de Negociación autorizados por la Comisión con prioridad precio tiempo y por interferencia de ofertas.*

*Los Mercados deberán fijar adicionalmente, en base a un criterio debidamente fundado, los montos mínimos a partir de los cuales se permitirá la negociación en este segmento y determinar la banda o rango de precios, respecto del último cierre o último precio del segmento bilateral, dentro de los cuales se podrán registrar operaciones y los casos en los cuales los Mercados podrán autorizar excepcionalmente el registro de operaciones por encima o por debajo de dicho rango y el porcentaje de variación que se admitirá en tales excepciones.”*

Todas las órdenes a ejecutarse deben ser ingresadas a través de un sistema computarizado de registro central de órdenes implementado por los mercados, el cual debe garantizar la inalterabilidad de dichas órdenes (artículo 5).

El rasgo más característico de este sistema es la naturaleza multilateral de las operaciones. No se trata de la tradicional operación de bolsa en que un agente ofrece vender y otro comprar y concretan la transacción de manera bilateral, sino que todas las órdenes de venta y todas las órdenes de compra se ingresan en el sistema y se procesan.

Los mercados deben llevar un registro computarizado del cual surjan todos los datos de las operaciones registradas en los distintos segmentos de negociación habilitados, asegurando la inalterabilidad de la información. Esos registros deben ser llevados, además, de acuerdo a las previsiones de la LGS. Como regla general, el registro computarizado de operaciones registradas deberá contener fecha, hora, minuto y segundo de concertación, fecha de liquidación, número de la orden, identificación del agente vendedor y del agente comprador, individualización del cliente, su número de C.U.I.T./C.U.I.L., tipo de operación, plazo, especie o instrumento, moneda de liquidación, cantidad, precio, monto, indicación de si la operación es para cartera propia o para terceros, y derechos de mercado, otros gastos e importes netos correspondientes (artículo 9).

Asimismo, los mercados deben llevar un registro de las operaciones en que

intervengan los agentes de corretaje de valores negociables, como así también un registro de los contratos de derivados no estandarizados, llevados a cabo en forma bilateral (artículo 10).

En relación con las operaciones permitidas, los mercados deben presentar a la CNV, para su aprobación, los tipos de operaciones que se negociarán en sus sistemas informáticos y en los segmentos de negociación bilateral no garantizada, de existir.

Las operaciones que pueden realizarse se clasifican normalmente en operaciones de contado (contado inmediato, contado 24 horas, contado normal o contado 48 horas, venta en descubierto y venta en corto) y operaciones a plazo (de plazo firme, de pase, de caución, de opciones directas, de préstamo de valores negociables, de contratos de futuros y de contratos de opciones indirectas sobre contratos de futuros). Se encuentran regulados en los artículos 14 a 26, Capítulo V, Título VI, de las Normas de la CNV) y las regulaciones de cada mercado.

Además de esta operatoria, se prevé la negociación de cheques de pago diferido y de cheques de pago diferido garantizado con *warrants*, de certificados de depósito de inversión (CEDIN), de letras de cambio, de pagarés, de certificados de depósito y *warrants* y de certificados de plazo fijo (artículos 27 a 64), entre otras.

#### 11.- Conclusiones.

Como se advierte, el entramado de regulaciones que afectan a los diferentes sujetos supervisados por la CNV es amplio y complejo. Concretamente en lo que se refiere a los deberes de suministrar información, abarca no solamente la información y documentación contable y jurídica de cada uno de ellos, si no también, especialmente interesante para la tesis de esta obra, la existencia de cualquier hecho o circunstancia que afecte la cotización de los valores negociables. Nuestro sistema adopta así (ya lo había hecho la vieja ley 17.811) el sistema estadounidense de suministro de información (*full disclosure*) que descansa sobre la premisa de facilitar el acceso de todos los participantes del mercado a la misma información y a la mayor cantidad posible de ésta a fin de permitir una toma de decisiones de inversión lo más esclarecida posible<sup>588</sup>. La aludida premisa, a

---

<sup>588</sup> A la vez, el sistema de *full disclosure* se abstiene de evaluar la conveniencia o no de determinada inversión u oferta de valores, pues se deja dicha evaluación directamente al mercado mismo

su vez, hunde sus raíces en la teoría económica del mercado de competencia perfecta que, con sus defectos y cuestionamientos, sigue siendo el faro que guía las regulaciones de la mayoría de los países del mundo.

Como se verá más adelante, este marco teórico tiene importantes consecuencias a la hora de determinar la responsabilidad de cada uno de los sujetos participantes en el mercado de capitales.

Puede también mencionarse que el régimen legal argentino sobre mercados de capitales, si bien ha experimentado una evolución significativa a lo largo del tiempo, siempre ha mantenido como fuente de inspiración el sistema estadounidense de mercados privados supervisados mediante un fuerte organismo estatal. A partir de los años noventa, del decreto 677/2001 y de diversas regulaciones de la CNV, se pretendió modernizarlo, en consonancia con las tendencias del momento en el mundo, sobre todo a partir de la desregulación normativa y la autorregulación de los mercados, con un papel relativamente menor de la CNV. El dictado de la ley 26.831 resulta una vuelta a un sistema más estricto, sin autorregulación<sup>589</sup> y con un fuerte control de la CNV.

Paralelamente a estos cambios regulatorios, el sistema se ha ido adaptando a la evolución propia de los mercados, especialmente en lo atinente a la informatización y centralización de operaciones. Ello ha dado lugar a un cambio de paradigma, pasando de un sistema basado en negociaciones bilaterales y en precios a uno multilateral y centralizado por órdenes. Esto tiene, como se verá, no pocas consecuencias a la hora de determinar responsabilidades por daños.

Más allá de las bondades o defectos del actual régimen legal, está claro que el mercado de capitales argentino padece, casi desde siempre, de un estancamiento crónico y resulta insignificante en cuanto a volúmenes negociados, especialmente en el segmento de acciones que ha resultado casi inexistente a lo largo de su historia<sup>590</sup>. Las razones son

---

que será el que “premie” o “castigue” el valor ofertado.

<sup>589</sup> En esto se aparta del modelo norteamericano.

<sup>590</sup> De ahí que, pese a haberse inspirado siempre en el régimen legal norteamericano, los mercados argentinos nunca pudieron alcanzar un desarrollo del mercado accionario siquiera similar al de aquel país. La inmensa mayoría de las empresas argentinas se caracterizan por ser de capital cerrado.



muchas y complejas y no se derivan solamente de un sistema legal u otro. Requieren de condiciones sustancialmente mejores que las que ha tenido la macroeconomía argentina desde hace muchas décadas<sup>591</sup>.

Independientemente de ello, una mejor y más sana regulación legal puede aportar algo para hacer más atractivos estos mercados.

---

<sup>591</sup> Ello, sin perjuicio de la importancia relativa (mayor o menor según las épocas) que puede tener el mercado de deuda de largo y corto plazo como mecanismo para el financiamiento de empresas.

**TERCERA PARTE**

**LA RESPONSABILIDAD CIVIL**

**POR INFORMACIÓN BRINDADA AL MERCADO**

## CAPÍTULO I

### La responsabilidad civil en Francia por información brindada al mercado

#### 1.- Introducción.

El estudio de la reparación de los daños causados en los mercados financieros por la información brindada al público ha sido, en gran medida, ignorado por la doctrina francesa<sup>592</sup>. De hecho, en general, ni en los manuales o tratados de responsabilidad civil, ni en los de derecho de los mercados, se trata el tema. Sólo en los últimos años han aparecido obras que lo tratan específicamente<sup>593</sup>. El contraste es, naturalmente, muy grande cuando se compara esta situación con lo que ocurre en los Estados Unidos, país en el que el tema tiene gran difusión y la litigiosidad es muy intensa.

Por otro lado, no existe en Francia una regulación específica de la responsabilidad civil en los mercados financieros, de ahí que haya que acudir al régimen general previsto en el Código Civil.

Por lo tanto, es necesario confrontar dos sistemas normativos a primera vista bastante disímiles en sus características: la responsabilidad civil y los mercados

---

<sup>592</sup> Sí se ha estudiado ampliamente la responsabilidad civil de los prestadores de servicios financieros, área que goza, además, de una jurisprudencia numerosa.

<sup>593</sup> Destacan, entre otros trabajos, las obras de Prorok, Jean, “*La responsabilité civile sur les marchés financiers*”, Ediciones LGDJ, París, 2019, y Nicolas Spitz, “*La réparation des préjudices boursiers*” Revue Banque Édition, París, 2010. Entre las tesis de doctorado y tesinas de maestría pueden mencionarse: Valance, Laure, “*L’indemnisation des victimes d’infractions boursières*” (tesina de maestría defendida en la Universidad de Panthéon-Assas Paris II en el 2007); Maudouit, Annie, “*Obligation d’information et responsabilité des intermédiaires financiers*” (tesina de maestría defendida en la Universidad Panthéon-Assas Paris II en mayo de 2008), y Sheykova, Véronika, “*L’indemnisation du préjudice financier*”, tesis de doctorado defendida en la Universidad de Cergy-Pontoise, Escuela Doctoral de Derecho y Ciencias Humanas, el 26 de septiembre de 2016. Entre varios artículos de doctrina destaca el de Alain Pietrancosta, “*Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l’investisseur*”, Revue Trimestrielle de Droit Financier, No. 3, 2007.

financieros.

## 2.- La responsabilidad civil en Francia en general.

Tradicionalmente, la filosofía de la regulación de la responsabilidad en el Código Civil francés de 1804 se ha caracterizado<sup>594</sup> como universalista (por la existencia de un principio general de responsabilidad y no de regímenes especiales), moralista (por estar basada en el concepto de acción voluntaria<sup>595</sup>) e individualista. Esta última característica es la que plantea las mayores dificultades para su aplicación a los mercados financieros.

En efecto, el sistema de responsabilidad civil plasmado por los autores del código de 1804 estaba basado en la idea de resolver conflictos entre dos individuos, sin contemplar la responsabilidad colectiva<sup>596</sup>. Este último tipo de responsabilidad se plantea no sólo a partir de la posible pluralidad de individuos como autores del daño, si no también, lo que resulta aún más acuciante, de la pluralidad de víctimas del daño. Con la

---

<sup>594</sup> Viney, Geneviève, “*Introduction à la responsabilité*”, en “*Traité de droit civil*” ; Ghestin, Jacques, Director, Ediciones LGDJ, Paris, 2008, números 13 y ss.

<sup>595</sup> El término francés es *faute*, que se traduce comúnmente como culpa, pero que en realidad es comprensivo de la negligencia y del dolo. Se trata de toda acción voluntaria con o sin intención de causar perjuicio. La acción voluntaria del hombre fue consagrada en el Código Civil de Napoleón como el fundamento de la responsabilidad civil, principio que aún hoy subsiste (ver artículo 1240: “*Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer*”). Este sistema sufrió, como se sabe, una profunda evolución tendiente a la objetivización del factor de atribución de responsabilidad y a una socialización de los riesgos. Fue la aplicación de la teoría del riesgo la que creció de manera notable a lo largo de las décadas y la que posibilitó la declinación no sólo del factor de atribución subjetivo, si no de la responsabilidad civil misma, a través de la creación de regímenes indemnizatorios especiales basados en fondos de reparación colectiva o de seguridad social. Ello ha hecho que parte de la doctrina hable de un derecho de la reparación de daños, más que de la responsabilidad civil (ver, por ejemplo, Brun, Philippe, “*Responsabilité civile extracontractuelle*”, LexisNexis, Paris, 2014, número 11). Sin perjuicio de esa evolución, la noción de acción voluntaria del hombre como fundamento de la responsabilidad civil nunca fue completamente desplazada, existiendo en paralelo con el sistema de responsabilidad objetivo.

<sup>596</sup> Como bien lo señala Geneviève Viney, esta idea era el reflejo de las estructuras sociales y económicas propias de la sociedad francesa de fines del siglo XVIII, en que la actividad comercial era básicamente artesanal y en donde no había aparecido la noción de responsabilidad colectiva (Viney, Geneviève, “*Introduction...*”, número 13).

aparición de los daños colectivos han surgido en Francia diversas formas de reparación, desde la interpretación amplia de la teoría del riesgo, hasta la creación de regímenes especiales de responsabilidad civil que los contemplan (como en derecho ambiental, productos defectuosos, y accidentes de tránsito, por ejemplo)<sup>597</sup>.

Sin embargo, el núcleo del sistema común de responsabilidad civil francés sigue siendo fuertemente individualista, de ahí que, a la hora de aplicar los principios de la responsabilidad civil a los daños causados en los mercados financieros, se encuentran serias dificultades. Si se piensa en las recientes crisis financieras globales y sus efectos, se advierte fácilmente que incluso puede existir una suerte de daño financiero puro, es decir, una afectación al sistema financiero en sí mismo, a semejanza del daño ecológico puro. La existencia de este daño está fuertemente discutida en la doctrina francesa y suele contemplarse más bien a través de regulaciones de los sistemas financieros y de la existencia de fondos financieros para contingencias.

Pero más allá del daño mencionado, las operaciones que se realizan en los mercados financieros poseen particularidades que, incluso, moldean una dimensión colectiva específica que no es la clásica en que resulta implicada una pluralidad de individuos, sino que se trata más bien de una dimensión multilateral, pues se traduce en una confrontación multilateral de órdenes de mercado en el marco de un sistema informático organizado que tiene como fin la fijación de las cotizaciones y la conclusión

---

<sup>597</sup> La jurisprudencia también ha evolucionado para contemplar supuestos de daños causados por grupos de individuos, por ejemplo, en derecho del deporte o de productos elaborados (sentencia de la Corte de Casación del 24-09-2009, en el caso “Distilbène”; disponible en línea en [https://www.doctrine.fr/d/JURITEXT000021078971?source=citation\\_jp\\_with\\_links](https://www.doctrine.fr/d/JURITEXT000021078971?source=citation_jp_with_links)). Existe también un anteproyecto de ley de reforma del régimen de responsabilidad civil mediante el que, entre otros aspectos, se pretende modificar el artículo 1240 del Código Civil incorporando la causalidad colectiva como principio del sistema. El texto propuesto reza: *“Cuando un daño es causado por un miembro indeterminado de un grupo de personas identificadas actuando de consuno o por motivos similares, cada uno responde por el total, salvo que demuestre que no pudo haber causado el daño”* (“*Lorsqu’un dommage est causé par un membre indéterminé d’un groupe de personnes identiées agissant de concert ou pour des motifs similaires, chacune en répond pour le tout, sauf à démontrer qu’elle ne peut l’avoir causé*”, traducción del autor). No obstante, el problema de los daños colectivos no está contemplado.

de las transacciones<sup>598</sup>.

Las aludidas características de los mercados financieros actuales hacen más evidente el contraste con el antiguo paradigma de las operaciones bursátiles tradicionales, en las que existía una oferta de compra o venta por parte de un agente que era aceptada por otro en una relación bilateral, perfeccionando así un clásico contrato de compraventa<sup>599</sup>.

La lógica colectiva de los mercados organizados actuales, por oposición a la lógica contractual de las compraventas bilaterales produjo en Francia una controversia doctrinal sobre el carácter contractual o no de las operaciones que se realizan en esos mercados.

Así, para Anne Catherine Muller el objetivo de eficiencia del mercado se alcanza mediante la adopción de reglas especiales que organizan la realización de intercambios económicos imbuidos de una lógica particular, radicalmente diferente de la del contrato sinalagmático. La formación y la ejecución de las operaciones de mercado obedecen a principios colectivos, que excluyen el carácter bilateral de las convenciones. De ahí que, para esta autora, los mercados financieros no pueden asimilarse a una suma de contratos estandarizados, pues no constituyen una suerte de fenómeno contractual en gran escala. El derecho financiero no es un derecho especial de los contratos, si no un derecho del mercado que desplaza la reflexión jurídica de las relaciones individuales y bilaterales por una organización colectiva de intercambios económicos<sup>600</sup>.

Lo que pone la nota distintiva es el carácter multilateral de la negociación que se realiza mediante una confrontación multilateral de órdenes y en la centralización de éstas que conforman los llamados mercados gobernados por órdenes.

En las transacciones bilaterales, no se plantean problemas especiales en la aplicación del régimen general de la responsabilidad previsto en el Código Civil francés,

---

<sup>598</sup> Cfr. Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, pág. 19.

<sup>599</sup> Contratos de este tipo siguen existiendo, sin embargo, sobre todo como operatoria extrabursátil entre inversores calificados.

<sup>600</sup> Muller, Anne Catherine, “*Droit des marchés financiers et droit des contrats*”, Ed. Económica, Colección Investigaciones Jurídicas, Volumen 16, 2007, págs. 382 y siguientes.

y por añadidura en todos los códigos de raigambre continental, pues se tratará de una responsabilidad contractual, emergente de un incumplimiento. El problema se plantea precisamente en las operaciones multilaterales, que conforman la mayor parte de las operaciones en el mercado secundario y que se realizan, además, entre partes anónimas que ignoran la identidad de su respectiva contraparte, al precio fijado por el mercado y en base a informaciones difundidas no individualmente, si no públicamente, al conjunto del mercado por parte de terceros ajenos a la transacción concreta de compra o de venta (generalmente, el emisor del título objeto de dicha transacción).

Lo expuesto nos lleva a otra cuestión. En los mercados financieros puede existir una pluralidad de daños, de naturaleza diferente, los que, a su turno, engendrarán sistemas de reparación diferentes. Así, por ejemplo, puede haber daños causados por las transacciones multilaterales descritas, por transacciones bilaterales, por las agencias de calificación de riesgo en relación con sus clientes o en relación con terceros, por los agentes de mercado, también a sus clientes o a terceros, por las instituciones de mercado, por las emisoras de títulos por la información que brindan respecto de aquéllos, entre otros. Un universo tal de daños posibles obliga naturalmente a circunscribir el análisis a los que constituyen el objeto de esta obra, esto es, los daños causados por las sociedades emisoras de títulos por la información que brindan al mercado en relación con dichos títulos. Por lógica consecuencia, el estudio del derecho francés se hará también en relación con esos daños en particular<sup>601</sup>.

### 3.- La responsabilidad en los mercados financieros.

Como se expusiera, existen dos grandes ámbitos en los que las sociedades emisoras de títulos tienen el deber de brindar información al mercado: al momento de la oferta inicial de un título, específicamente en el prospecto; y a lo largo de la vida del título en los mercados secundarios (regímenes informativos periódicos y hechos relevantes).

En cuanto al prospecto, el Reglamento de la Unión Europea 2017/1129, del 14 de junio de 2017, modificado sucesivas veces, establece en su artículo 11 que los estados

---

<sup>601</sup> Para un estudio sobre todos los daños susceptibles de ocurrir en los mercados financieros, ver Sheykova, Véronika, “*L’indemnisation...*”.

miembros velarán por que la responsabilidad de la información facilitada en el folleto<sup>602</sup> y, cuando proceda, en el suplemento del mismo, recaiga al menos sobre el emisor o sobre sus órganos de administración, dirección o supervisión, sobre el oferente, sobre la persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado o sobre el garante, según el caso. Las personas responsables del folleto y, cuando proceda, del suplemento del mismo, se identificarán claramente en el folleto por su nombre y cargo o, en el caso de personas jurídicas, por su denominación y domicilio social, y se adjuntarán sus declaraciones en las que confirmen que, hasta donde alcanza su conocimiento, la información incluida en el folleto responde a la realidad y el folleto no contiene omisiones que puedan alterar su alcance.

La norma exige un mínimo de responsables por la información contenida en el prospecto, pero el párrafo 2, de dicho artículo 11, dispone que los estados miembros velarán por que se apliquen sus disposiciones legales, reglamentarias y administrativas en materia de responsabilidad civil a las personas responsables de la información facilitada en un folleto. Se añade que los estados miembros deben asegurarse de que no recaiga responsabilidad civil sobre ninguna persona por causas relacionadas exclusivamente con la nota de síntesis a que se refiere el artículo 7 del Reglamento, incluida su traducción, salvo que: a) sea engañosa, inexacta o incoherente con las demás partes del folleto, o b) no contenga, leída conjuntamente con el resto del folleto, la información fundamental destinada a ayudar a los inversores a decidir si deben invertir o no en los valores.

No existen otras normas sobre responsabilidad en el Reglamento mencionado (que, por su naturaleza, se aplica directamente al derecho interno de los estados). Es decir que la regulación de esta cuestión sigue siendo materia del derecho interno de cada país miembro.

En cuanto a la información que deben suministrar las emisoras luego de la oferta pública inicial, tampoco existe un régimen específico de responsabilidad.

En este sentido, resulta interesante traer a colación el estudio que fue publicado

---

<sup>602</sup> El Reglamento, en su versión en castellano, utiliza el término folleto para designar lo que se conoce en Argentina como prospecto.



en 2013 por la Autoridad Europea de Mercados y Valores en el que se analizan y comparan los regímenes de responsabilidad existentes a dicho momento en todos los estados miembro de la Unión Europea y algunos otros que forman parte del Área Económica Europea<sup>603</sup>. De este informe surge que la mayoría de los países no cuentan con normas específicas sobre responsabilidad civil, resultando aplicable el régimen común, con las notables excepciones de Alemania e Inglaterra que han elaborado regulaciones específicamente tendientes a aligerar la carga probatoria a cargo de los inversores perjudicados<sup>604</sup>.

Concretamente en Francia, se aplica el régimen general de responsabilidad previsto en el Código Civil. Siendo así, es la jurisprudencia francesa la que ha ido delineando el régimen aplicable. De esta manera, la sociedad emisora que comunique una información falsa o engañosa en un prospecto, en un resumen de prospecto o en otro documento que deba registrarse, o en cualquier instancia posterior, incurre en incumplimiento a sus obligaciones de información que puede dar lugar a responsabilidad administrativa (conforme a las disposiciones del Reglamento (UE) No. 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, que fuera incorporado como derecho interno en

---

<sup>603</sup> El estudio incluye a los países que al momento de la emisión del informe eran países miembros de la Unión: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, República Checa, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, España, Grecia, Finlandia, Francia, Hungría, Irlanda, Italia, Lituania, Letonia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Rumanía, Suecia y Reino Unido. Croacia, hoy país miembro, se incorporó luego de la emisión del informe, en julio del 2013. El informe incorpora además a Islandia y Noruega, miembros en ese entonces (y actualmente), del Área Económica Europea.

<sup>604</sup> Para un análisis de los regímenes vigentes en estos países, ver Sheykova, Véronika, “*L’indemnisation...*”, Nos. 763 y 766. La autora propugna la adopción en Francia de un régimen especial de responsabilidad que, a semejanza de los países mencionados, prevea una presunción de existencia de nexo causal entre la información contenida en el prospecto y la toma de decisión de inversión.

Francia por decreto del 14-09-2016<sup>605</sup>), penal<sup>606</sup> y civil.

Como se dijo ya, no habiendo un régimen especial de responsabilidad civil, es necesario delimitar el daño, el incumplimiento o la conducta violatoria de las normas legales y la relación de causalidad entre ambas circunstancias, así como el factor de atribución de la responsabilidad (lo que ha de incidir en la determinación de la carga

---

<sup>605</sup> Las sanciones administrativas, según el párrafo 2, del artículo 30, del Reglamento, pueden ir desde una amonestación pública hasta elevadas multas, como así también la restitución de cualquier beneficio o pérdida evitada que puedan ser consecuencia de la infracción, si pudieren determinarse. La Cámara de Apelaciones de París ha establecido que el hecho de indicar en un prospecto que los préstamos de la sociedad estaban acompañados de garantías, siendo que dichas garantías no existían a la fecha de difusión de la información, constituye un incumplimiento de la obligación de suministrar información al público que da lugar a responsabilidad administrativa (Cámara de Apelaciones de París, 20-03-2007, No. 06/04656).

<sup>606</sup> En materia de responsabilidad penal, se aplica, por un lado, el Código Penal que, en su artículo 717-2 prevé que será penado con dos años de prisión y una multa de 30.000 euros a quien, mediante la difusión, por cualquier medio, de informaciones falsas, o mediante la realización de ofertas al mercado destinadas a perturbar las cotizaciones, o sub-ofertas realizadas a un precio exigido por los vendedores o utilizando cualquier otro medio fraudulento, cause o intente causar el alza o la baja artificial de precios de bienes o servicios o de efectos públicos o privados. Se trata de una norma genérica, no referida sólo a la manipulación de valores. Siendo que esta norma no prevé la punición de una conducta negligente, se aplica el régimen penal general que exige el dolo del agente (artículo 121-3). Es interesante recordar que el Código Penal francés prevé, en su artículo 121-2, la responsabilidad penal también de las personas jurídicas por las infracciones cometidas por sus órganos o representantes. Por su parte, el Código Monetario y Financiero prevé diversos delitos en relación con la difusión de informaciones falsas o engañosas. Así, el artículo 465-3-1 establece una pena de cinco años de prisión y una multa de 100 millones de euros (que puede incrementarse en hasta diez veces la suma de cualquier ganancia procurada por el delito) para quien realice una operación, pase una orden o adopte una conducta que evidencie, o sea susceptible de evidenciar, indicaciones engañosas sobre la oferta, la demanda o la cotización de un instrumento financiero, o que fije, o sea susceptible de fijar, en un nivel anormal o artificial la cotización de un instrumento financiero, o que afecte la cotización de un instrumento financiero, incluyendo la utilización de procedimientos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio. Por su parte, el artículo 465-3-2, del mismo Código, aplica las mismas penas antes referidas a quien difunda, por cualquier medio que sea, informaciones que proporcionen indicaciones falsas o engañosas sobre la situación o las perspectivas de un emisor o respecto de la oferta, la demanda o la cotización de un instrumento financiero, o que fijen, o sean susceptibles de fijar, la cotización de un instrumento financiero en un nivel anormal o artificial. La tentativa de comisión de estos delitos es sancionada con las mismas penas.

probatoria de cada elemento de la responsabilidad).

(A) El daño. Problemas que se plantean<sup>607</sup>.

La doctrina francesa ha definido y clasificado el daño susceptible de ser generado en los mercados financieros de diversa forma<sup>608</sup>.

En este sentido, parece natural partir de la noción misma de incumplimientos bursátiles<sup>609</sup> y determinar qué consecuencias económicas negativas producen esos incumplimientos en el patrimonio de los inversores.

A grandes rasgos, pueden categorizarse las infracciones<sup>610</sup> bursátiles en: la difusión de información falsa o engañosa, la manipulación de las cotizaciones en los mercados y el uso indebido de información privilegiada<sup>611</sup>.

En el primer caso, resulta evidente el impacto financiero negativo originado por la difusión de información falsa o errónea. Este tipo de información puede causar la sobrevaluación o infravaluación artificial de un título, generando que el inversor compre o venda a un precio mayor o menor al que debería haber comprado o vendido. Asimismo, resultan afectadas las previsiones de los inversores sobre las perspectivas financieras de una sociedad emisora, alterando los comportamientos de los agentes del mercado.

En cuanto a la manipulación de las cotizaciones, el sentido de prohibir este tipo

---

<sup>607</sup> Las caracterizaciones que se hagan en este apartado pueden aplicarse a los daños en general, con aplicaciones útiles también para la Argentina.

<sup>608</sup> Cfr., por ejemplo, Spitz, Nicolas, “*La réparation ...*”, págs. 23 y ss., y Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, págs. 63 y ss. En la presente obra se preferirá la clasificación efectuada por Nicolas Spitz por resultar más ventajosa y adecuada.

<sup>609</sup> El término “bursátil” no debe entenderse como referido sólo a la Bolsa de Comercio, si no a los mercados financieros regulados en general.

<sup>610</sup> El término “infracción” no debe entenderse circunscripto a un incumplimiento administrativo o penal, si no que comprende cualquier violación al régimen informativo susceptible de generar responsabilidad civil.

<sup>611</sup> Los tres tipos de incumplimiento pueden constituir, a la vez, infracciones administrativas y delitos penales.

de conductas es claramente garantizar a los inversores la transparencia de los mercados, evitando toda práctica engañosa que pudiera alterar de manera artificial el mercado y el libre juego de la oferta y la demanda<sup>612</sup>. Las consecuencias negativas para los inversores no implican solamente el hecho de operar a precios artificialmente alterados, si no también, por ejemplo, la circunstancia de verse obligados a realizar transacciones en condiciones menos ventajosas<sup>613</sup>.

Finalmente, en lo que concierne a las operaciones con información privilegiada, sus posibles consecuencias patrimoniales negativas sobre los inversores no son fáciles de determinar al punto que varios autores llegaron a afirmar que no existían y que su prohibición tenía un fundamento más moral que económico<sup>614</sup>. Algunos fallos afirmaron que, en todo caso, las consecuencias económicas negativas afectaban al mercado en su conjunto y no a los inversores individuales, pues una operación con información privilegiada resultaba en una pérdida de confianza de aquéllos en el mercado. Se trataría, en definitiva, de una afectación, indirecta, a los intereses colectivos de los inversores, no susceptible de generar derecho a indemnización<sup>615</sup>.

Sin embargo, los estudios económicos y financieros demuestran que las ganancias realizadas o las pérdidas evitadas por quienes poseen información privilegiada se producen en desmedro de los inversores que no poseen dicha información<sup>616</sup>. Por ejemplo, suponiendo que la cantidad de títulos de determinada especie se mantiene constante,

---

<sup>612</sup> Es interesante hacer notar que, en general, la especulación por sí sola no se encuentra prohibida en Francia ni en ningún ordenamiento jurídico, en la medida en que dicha especulación no modifique artificial y de manera relevante las cotizaciones (cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 27, nota 9).

<sup>613</sup> Por ejemplo, si un gran inversor, a fin de obtener una posición dominante en el mercado, emite órdenes de compra de títulos en condiciones muy ventajosas, condiciona las órdenes de compra o venta sobre esos mismos títulos emitidas por otros inversores que se ven obligados a renunciar a sus transacciones o a operar en condiciones desventajosas (cfr. la decisión de la Comisión de Sanciones de la AMF en el caso “SAFE s.p.a.”, del 9 de abril de 2009, en la que se trató de un supuesto como el mencionado en el ejemplo).

<sup>614</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 30, notas 15 y 16.

<sup>615</sup> Sentencia de la Corte de Justicia de la Unión Europea en el caso “Spector Photo Group N.V.”, del 23 de diciembre de 2009 (cfr. Pietrancosta, Alain, “*Des limites au devoir d'abstention de l'initié après l'arrêt Spector NV*”, *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2010/12, págs. 4 y ss.).

<sup>616</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 30.

quienes compran esos títulos contando con información privilegiada, poseerán más que quienes no tienen dicha información. En un mercado organizado por precios y no por órdenes, en los que actúan los hacedores de mercado, también existe un daño por aumento de los costos de transacción.

En definitiva, la ciencia financiera ha demostrado que existe una transferencia de riqueza de los inversores que no poseen información privilegiada hacia quienes sí la poseen. A partir del caso Spector NV, fallado por la Corte de Justicia de la Unión Europea, la jurisprudencia francesa ha comenzado a reconocer la existencia de ese daño a los inversores<sup>617</sup>. No obstante esta constatación, no resulta sencillo precisar el daño concreto sufrido por cada inversor. De ahí que los tribunales penales franceses, aunque aceptan a los inversores como partes civiles en los procesos penales por información privilegiada, no suelen acordar indemnización por daños.

Desde un punto de vista jurídico, se ha caracterizado al perjuicio bursátil como el daño sufrido por una persona que posee o hubiera debido poseer un título financiero admitido a negociación en un mercado reglamentado o registrado en un sistema multilateral de negociación organizado como consecuencia de una afectación al buen funcionamiento de dicho mercado<sup>618</sup>. Obsérvese que esta definición no incluye cualquier daño financiero que puede producirse en los mercados. Quedan excluidos los daños originados en operaciones realizadas por fuera de los mercados reglamentados u organizados<sup>619</sup>, como así también algunos daños causados por información defectuosa incluida en un prospecto de emisión, tales como los que surgen de operaciones realizadas antes de la introducción del título a cotización en un mercado (por ejemplo, cuando la emisión es adquirida total o parcialmente por un *underwriter* antes de su colocación).

Es que los daños antes definidos son los que presentan mayores dificultades a la

---

<sup>617</sup> Sala Criminal, de la Corte de Casación, sentencia del 11 de diciembre de 2002, disponible en línea en: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007070707>. Allí, la Corte afirmó que el delito de realizar operaciones con información privilegiada puede producir un daño patrimonial personal y directo a los accionistas.

<sup>618</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 43.

<sup>619</sup> En los que existe una bilateralidad entre las partes y una actuación que permite conocer más fácilmente la identidad de cada una de ellas.

hora de su determinación y, sobre todo, su valuación<sup>620</sup>.

Adviértase que, en este contexto, el buen funcionamiento del mercado no es otra cosa que el respeto, por parte de todos los participantes, de las reglas que permiten la libre negociación de los títulos. Aquí es importante recordar que, según la teoría financiera, el funcionamiento óptimo del mercado resulta del respeto a las condiciones de competencia pura y perfecta, entre las cuales se encuentra la información, que debe estar disponible de manera completa para todos los participantes en todo momento. Si bien en las últimas décadas esta teoría ha sido fuertemente cuestionada, especialmente por los economistas del comportamiento<sup>621</sup>, en general los expertos en finanzas siguen tomándola como parámetro para medir la eficiencia de un mercado. Tradicionalmente se entiende que existen tres formas teóricas de eficiencia en los mercados: una débil, en la que todos los actores del mercado conocen los precios históricos de los títulos, es decir, sus cotizaciones pasadas y en la que el mercado refleja sólo ese conocimiento en los precios; una semi-fuerte, en la que las cotizaciones incluyen toda la información pública disponible; y una forma fuerte en la que también se comprende la información privilegiada, es decir, los precios de los mercados también reflejan el conocimiento de esa información. Es claro que los economistas en general aceptan la forma semi-fuerte. Por otro lado, sólo esta forma de eficiencia admite la existencia de daños bursátiles, pues la forma fuerte elimina la posibilidad teórica del daño bursátil dado que el mercado no puede ser engañado falseando u omitiendo información, siendo que refleja toda la información posible, incluso la privilegiada. Tampoco la forma débil de eficiencia admite la existencia de daño

---

<sup>620</sup> Como se dijo antes, en las transacciones puramente bilaterales se aplican las normas comunes de responsabilidad contractual. Los problemas se plantean justamente en las operaciones realizadas en mercados multilaterales.

<sup>621</sup> Estos economistas ponen en duda que el comportamiento de los agentes económicos sea siempre racional, postulado esencial de la teoría del mercado de competencia perfecta. La teoría económica conductual comenzó a desarrollarse especialmente a partir de los trabajos de Amos Tversky y Daniel Kahneman en 1979, ambos psicólogos cognitivos, usando técnicas de psicología cognitiva para explicar ciertas anomalías documentadas en la toma de decisiones económicas supuestamente racionales. Varios de sus exponentes fueron merecedores de premios Nobel de Economía, como Reinhard Selten (en 1996), Vernon Smith (en 2002), Robert Shiller (en 2013) y Richard Thaler (en 2017). Véase también al respecto el interesante artículo de Diego Duprat, “*Aproximaciones al análisis conductual del mercado de capitales*”, Diario La Ley del 20 de octubre de 2021.

bursátil, pues no refleja toda la información pública disponible, si no sólo la histórica de precios.

En este contexto, el buen funcionamiento de los mercados se traduce en tres principios esenciales: la integridad<sup>622</sup>; la transparencia<sup>623</sup>; y la igualdad de acceso a la información<sup>624</sup>.

Estos tres principios se relacionan entre sí: el principio de transparencia concurre a la integridad de los mercados y la mejor forma de asegurar dicha transparencia es garantizar la igualdad de acceso a la información.

Como se ha visto, los perjuicios bursátiles implican la afectación al buen funcionamiento del mercado. Otros autores han propuesto otros conceptos para caracterizar este tipo de daños. Por ejemplo, la noción de abuso de mercado, que es utilizada por el Reglamento de la Unión Europea 596/2014, del 16 de abril de 2014. Sin embargo, esta noción remite al derecho penal y a los delitos bursátiles definidos por elementos materiales precisos e interpretados de manera restrictiva. La idea de afectación al buen funcionamiento del mercado resulta más amplia y permite la existencia de perjuicios bursátiles aún en ausencia de delito.

#### (i) Características del daño bursátil.

---

<sup>622</sup> Es decir, la certeza dada a los inversores de la regularidad de sus operaciones. Es que la confianza de aquéllos en los mercados bursátiles supone que estén convencidos de que el mercado funciona de manera íntegra y que son reprimidas las conductas fraudulentas.

<sup>623</sup> El acceso de los inversores a una buena información financiera y contable que sea exacta, precisa y sincera. Es lo que exige el artículo 223-1, el Reglamento General de la AMF. Contrariamente a un contrato de venta en el que sólo las partes tienen, en principio, el deber de informar sobre las características del bien transferido, la información a los inversores bursátiles se origina en gran medida en la intervención de terceros ajenos a la transacción, especialmente la sociedad emisora y sus administradores. La información debe ser no sólo completa, requisito cuantitativo, sino también “buena”, es decir, apta para tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa. La violación al deber de transparencia está sancionada penalmente en el Código Monetario y Financiero.

<sup>624</sup> Todos los inversores tienen derecho a acceder a la misma información pública. De ahí la prohibición de las operaciones con información privilegiada. Se trata de asegurar la igualdad de todos los inversores frente al álea bursátil, o riesgo inherente a los mercados.

Además de la afectación al buen funcionamiento del mercado, los daños bursátiles presentan otras características, algunas de ellas, intrínsecas (por resultar del funcionamiento mismo del mercado), y otras que suelen presentarse, aunque no son esenciales para caracterizarlos.

(1) El riesgo.

La primera de las características intrínsecas de los daños bursátiles es el riesgo. En este sentido, se ha dicho ya que los daños bursátiles pueden ser sufridos por personas que poseen o debieran poseer títulos financieros. La decisión de invertir o no en dichos títulos resulta de un análisis propio de cada inversor sobre la rentabilidad de aquéllos y de los riesgos involucrados. Ambos elementos, rentabilidad y riesgo, están estrechamente vinculados, pues es sabido que a mayor riesgo se espera una mayor rentabilidad.

El riesgo es un factor inherente a los mercados. La teoría financiera delinea estos riesgos de acuerdo con modelos que se basan en la hipótesis de la eficiencia del mercado y de la aversión al riesgo de los inversores. En este sentido, se habla de dos tipos de riesgo: el riesgo propio del mercado y el riesgo específico del título. En el primer caso, intervienen diversos factores (evolución de la economía del país en que se invierte, riesgos políticos, naturales, cambiarios, de liquidez, de inflación, etc.). En el segundo, se tienen en cuenta circunstancias que afectan al título mismo (evolución de sus cotizaciones<sup>625</sup>, performance de la sociedad que los emite, etc.).

La existencia de estos riesgos propios de toda operación bursátil lleva a concluir que no siempre que un inversor sufre una pérdida puede hablarse de daño bursátil en el sentido que aquí se entiende. La pérdida puede deberse simplemente a la realización de un riesgo que fue tomado en cuenta a la hora de invertir como contrapartida de la rentabilidad que se esperaba obtener. Pero existe un riesgo que también afecta al mercado y a los títulos que es el derivado de la comisión de infracciones bursátiles. Este riesgo no debe ser soportado por el inversor, pues éste no espera recibir ninguna rentabilidad adicional por ello. De ahí que la afectación al buen funcionamiento del mercado se traduce,

---

<sup>625</sup> Aquí se tiene en cuenta también que, a mayor fluctuación en las cotizaciones (volatilidad) mayor riesgo.



para el inversor, en el aumento artificial del riesgo inherente a dicho mercado.

Desde un punto de vista jurídico, esta noción de riesgo se aproxima a la de certeza del daño, que es una condición para su reparación<sup>626</sup>. Es por eso que resulta esencial diferenciar el riesgo intrínsecamente ligado al funcionamiento del mercado (asumido por los inversores), del daño cierto producido como resultado de una afectación a su buen funcionamiento, aunque más no sea bajo la forma de una pérdida de chance<sup>627</sup>.

## (2) La multilateralidad de las transacciones.

En Francia, los mercados reglamentados y los sistemas multilaterales de negociación reposan sobre el principio del multilateralismo, a diferencia de lo que ocurre en los sistemas de internalización interna de órdenes o en los mercados extrabursátiles (o de *gré à gré*, en terminología francesa, *over-the-counter*, en inglés), que operan en base a relaciones contractuales bilaterales. De ahí que en la producción de los daños financieros intervenga una pluralidad de partes.

Esta pluralidad puede asumir dos formas: pluralidad de causantes del daño o pluralidad de víctimas, puesto que, por ejemplo, las alteraciones artificiales en la cotización de títulos afectan al conjunto de los inversores que hayan expresado un interés comprador o vendedor sobre esos títulos y aún sobre quienes se abstuvieron de hacerlo ante la presencia de dichas alteraciones. Estos daños pueden, por tanto, constituir daños masivos, en la medida en que existe una pluralidad de víctimas que sufren un daño causado por un mismo hecho dañoso. Este daño no debe confundirse con el daño colectivo<sup>628</sup>.

---

<sup>626</sup> Como todo daño, para ser resarcible, el daño bursátil debe ser directo, actual, cierto, personal y afectar un interés legítimo (Viney, Geneviève, Jourdain, Patrice, y Ghestin, Jacques, “*Traité de Droit Civil*”, Tomo 2, “*Les conditions de la responsabilité*”, Librerie Général de Droit et de Jurisprudence, Paris, 2013, No. 248, pág. 13).

<sup>627</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 52.

<sup>628</sup> En la doctrina francesa tradicionalmente se ha definido el daño colectivo como el que sufre una colectividad de individuos en cuanto tal, independientemente de los intereses de cada uno de sus miembros (cfr. Brun, Philippe, “*Responsabilité civile extracontractuelle*”, n° 199). El daño masivo, en cambio, no es más que la suma de los perjuicios individuales de las víctimas. Esta noción se ha desarrollado en Francia especialmente en los ámbitos de los derechos ambiental, del consumo, de la salud o del trabajo y tiene como

Como se dijo, cabe preguntarse si existe un daño a un interés colectivo en los mercados financieros, a semejanza del daño ecológico puro<sup>629</sup>. La doctrina francesa no está de acuerdo sobre este punto. Se entiende que, en general, resulta posible determinar que dicho daño sería una afectación al buen funcionamiento del mercado distinto de la suma de los perjuicios individuales causados. Sin embargo, no es fácil precisarlo más y, menos aún, cuantificarlo. En el derecho francés de la competencia existe la noción de “daño a la economía”, pero la misma doctrina considera dicha noción como inasible<sup>630</sup>. Por otro lado, no es fácil determinar quién sería el sujeto legitimado para demandar en representación del mercado<sup>631</sup>. La jurisprudencia francesa no ha receptado esta noción. Normalmente, se entiende que la afectación al interés colectivo del mercado en cuanto tal es alcanzada por la normativa penal y administrativa<sup>632</sup>.

El análisis de este tipo de daño queda, no obstante, fuera del alcance de esta obra, por lo que no será profundizado.

Otra consecuencia de la existencia de la pluralidad de sujetos que intervienen en

---

consecuencia que un sindicato o una asociación habilitada sean titulares de acciones de reparación. La evolución de la noción se ha acelerado en los últimos años y la doctrina y la jurisprudencia han llegado a preguntarse sobre la existencia de un daño ecológico puro, objetivo, es decir, que afecte a la propia naturaleza, independientemente de todo daño personal

<sup>629</sup> La noción de daño ecológico ha sido incorporada al Código Civil francés, en su Capítulo III, artículos 1246 a 1252, del Subtítulo II, Título III, Libro III. El artículo 1247 lo define como la afectación no despreciable a los elementos o las funciones de un ecosistema o a los beneficios colectivos obtenidos por el hombre del medio ambiente (traducción del autor). El anteproyecto de Pierre Catala de reforma del régimen de responsabilidad civil francés incluye una regulación general y sistemática del daño al interés colectivo.

<sup>630</sup> Cfr. Malaurie-Vignal, Marie, “*Droit de la concurrence interne et européen*”, Sirey Dalloz, colección Sirey Université, 5ta. Edición, 2011, no. 564.

<sup>631</sup> El Código Monetario y Financiero confiere a la AMF la posibilidad de ejercer los derechos civiles emergentes de un abuso de mercado, en cuyo caso no puede ejercer su potestad sancionatoria administrativa por los mismos hechos. Esta disposición legal resulta un tanto extraña, al decir de los autores franceses, pues la autoridad de regulación no debería reclamar más que por su propio perjuicio, supuesto que resulta difícil, si no imposible, de determinar (cfr. Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, pág. 61, nota 141).

<sup>632</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 60.

los daños bursátiles es que resulta ardua la identificación del autor de la infracción bursátil, pues los precios de los títulos se forman (en los mercados reglamentados y en los sistemas multilaterales de negociación, que concentran la mayoría de la operatoria bursátil en Francia) libremente por la confrontación de todas las órdenes compradoras y vendedoras. Además, cada inversor basa sus decisiones en circunstancias del mercado, pero también en otras ajenas a ellas (objetivos personales de inversión, circunstancias familiares, etc.). De ahí que en cada decisión de inversión interviene una pluralidad de personas con motivaciones e intereses desconocidos para los demás.

La característica apuntada va de la mano con otro factor que suele encontrarse en los mercados bursátiles actuales: el anonimato de quienes emiten órdenes de compra o venta. Esta circunstancia resulta especialmente crítica en cierta clase de perjuicios bursátiles: en las operaciones con información privilegiada y en ciertas manipulaciones de precios. En estos casos, resulta virtualmente imposible para el inversor determinar la identidad de la contraparte en una determinada transacción, lo que dificulta en gran medida la posibilidad de demandar la nulidad de la operación<sup>633</sup>.

El anonimato de los emisores de órdenes es una característica del funcionamiento de los mercados bursátiles actuales, en que, como se dijo, todas las órdenes de compra y venta de un título se confrontan (automáticamente, a través del sistema informático del mercado) al final de la jornada (o a determinados intervalos) para determinar quiénes quedaron en posición acreedora o deudora. En este contexto, no resulta necesario, ni aún deseable, conocer la identidad de cada emisor de órdenes. Este anonimato se extiende incluso más allá de la conclusión de las transacciones.

Adviértase que no se trata de la imposibilidad de conocer la identidad de quienes operan en los mercados a través de los agentes<sup>634</sup>, sino de determinar qué orden de compra fue “*matcheada*” con cuál orden de venta, precisamente por el sistema informático de

---

<sup>633</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 54. El anonimato de las partes no resulta relevante, en cambio, en otro tipo de daños, como el causado por información falsa o engañosa, pues aquí el causante del perjuicio es un tercero a la transacción (la sociedad emisora y sus administradores).

<sup>634</sup> Lo cual es posible técnicamente y, además, es una de las circunstancias que debe informar cada mercado a la autoridad de contralor (en la Argentina, en virtud del artículo 56, Sección XXIV, Capítulo I, Título VI, de las Normas de la CNV).

compensación de órdenes.

(B) Los objetivos de la responsabilidad civil.

Tradicionalmente en Europa y otros países se ha entendido que la protección de los inversores y del buen funcionamiento de los mercados era una cuestión propia de la autoridad de regulación y de la legislación y la justicia penales<sup>635</sup>. Sin embargo, durante las últimas décadas se ha visto la creciente importancia de la responsabilidad civil como factor a tener en cuenta en la regulación bursátil.

En este sentido, resulta útil hacer algunas consideraciones sobre las funciones de la responsabilidad civil en los mercados bursátiles. Así, es clásica la mención de dos objetivos fundamentales de la responsabilidad civil: la reparación de los daños causados y la disuasión de cometer infracciones bursátiles o de repetirlos<sup>636</sup>. Últimamente ha aparecido una nueva función de la responsabilidad civil: la prevención del daño, de gran importancia en materia de daños a las personas, aunque con alcance a todo el espectro de la responsabilidad civil<sup>637</sup>.

Existe ciertamente una tensión entre el efecto resarcitorio y el efecto disuasorio que puede perseguir la utilización del régimen de responsabilidad civil como factor regulador de los mercados. Muchas veces será imposible maximizar ambos objetivos, con lo que deberá hacerse una elección de política legislativa o, incluso, judicial.

---

<sup>635</sup> Al contrario de lo que siempre ha ocurrido en los Estados Unidos, en los que las acciones civiles han tenido un rol totalmente protagónico, caso prácticamente único en el mundo. Algunos intentan explicar esta diferencia en características propias de aquel país, pero es evidente que el desarrollo y perfeccionamiento de una normativa y jurisprudencia al respecto es una razón de gran peso.

<sup>636</sup> Aquí se entiende que la disuasión puede estar dada por las indemnizaciones acordadas a los inversores, más que por sanciones civiles propiamente dichas.

<sup>637</sup> Visto en el contexto de la tensión entre objetivo indemnizatorio y objetivo disuasorio de la responsabilidad civil, la función preventiva de ésta aparecería como complementaria o previa al primero de aquéllos. En nuestro país, gran parte de la doctrina entiende que, en rigor, la función preventiva y la función disuasoria quedan excluidas de la responsabilidad civil en cuanto tal (entendiendo ésta como reparación del perjuicio), aunque no del derecho de daños en sentido más amplio (cfr. Pizarro, Ramón Daniel y Vallespinos, Carlos Gustavo, *“Tratado de responsabilidad civil”*, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2017, Tomo I, págs. 14 y ss.).

(i) La función resarcitoria de la responsabilidad civil en los mercados bursátiles.

La función resarcitoria de la responsabilidad civil desde hace tiempo pone el acento en la víctima del daño y en su justa reparación, en tanto que la función disuasoria apunta al futuro eventual autor de un perjuicio.

Desde el punto de vista de su influencia en la regulación de los mercados financieros, la función reparadora de la responsabilidad civil consiste en determinar en qué medida un inversor merece ser protegido individualmente contra las infracciones bursátiles, es decir, se trata de garantizar a cada inversor la posibilidad de intervenir en transacciones a precios determinados por un mercado bursátil en buen estado de funcionamiento, exento de infracciones. De esta garantía dependerá el grado de confianza de los inversores en el mercado.

Las acciones civiles de responsabilidad, sin embargo, no están libres, al menos en teoría, de consecuencias negativas sobre los mercados bursátiles. Resulta importante, pues determinar, en qué condiciones dichas acciones pueden ser ejercidas de manera de optimizar su impacto positivo.

En el régimen francés, el deber de reparar el daño causado a otro no tiene rango constitucional por sí mismo, sino que se inscribe en las garantías más amplias de libertad e igualdad ante la ley<sup>638</sup>, aunque no deja de ser reconocido como principio fundamental del derecho<sup>639</sup>.

Es interesante tener presente que la Corte de Justicia de la Unión Europea tiende a imponer a los estados miembros de aquélla la obligación de garantizar la efectividad del

---

<sup>638</sup> Así lo ha dicho reiteradamente el Consejo Constitucional. Cfr., por ejemplo, decisión No. 82-144, del 22 de octubre de 1982 (disponible en línea en <https://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/1982/82144DC.htm>), en la que el Consejo rechazó que el artículo 1382, del Código Civil (hoy artículo 1240), que consagra el deber de reparar todo daño, pueda ser considerado como principio fundamental reconocido por las leyes de la República. Admitió, sí, su adscripción al principio de libertad consagrado en los artículos 2 y 4, de la Declaración de los Derechos del Hombre y del Ciudadano.

<sup>639</sup> La doctrina francesa entiende que, aunque no erigido en garantía constitucional *per se*, puede concluirse que existe un principio legal general en virtud del cual toda víctima de un daño causado por la culpa o el dolo de una persona de derecho privado tiene el derecho de obtener la reparación de ese daño (cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 69 y ss.).

derecho a la reparación mediante la eliminación de cualquier obstáculo jurídico o procesal que pudiere existir, especialmente en materia de daños en derecho de la competencia<sup>640</sup>.

Otro principio esencial de la responsabilidad civil es el de reparación integral, consagrado también en la doctrina y en la jurisprudencia francesas<sup>641</sup>.

En cuanto al fundamento de la reparación, y ante la ausencia de un régimen especial para los daños bursátiles, la doctrina y la jurisprudencia entienden que aquélla reposa sobre un fundamento subjetivo (culpa o dolo) y no objetivo (riesgo, entre otros)<sup>642</sup>. Ello no impide que su aplicación pueda contemplar las particularidades que se presentan en los mercados bursátiles. Estas particularidades no pueden dejar de ser mencionadas.

Así, en primer lugar, y como ya se adelantó, debe tenerse en cuenta el álea bursátil, propia de todo mercado y que no debe ser objeto de reparación aun cuando origine una pérdida financiera para el inversor. Esto plantea un problema que ha discutido la doctrina, especialmente en los Estados Unidos. Es que, si los montos que se acuerdan como indemnizaciones no son cuidadosamente determinados, en otras palabras, si el daño bursátil no es correctamente evaluado, se corre el riesgo de estar indemnizando una pérdida producida por el álea bursátil, en cuyo caso existiría en el mercado una suerte de seguro contra todas las posibles pérdidas del inversor.

La jurisprudencia francesa ha tomado conciencia de este riesgo y es mencionado expresamente en sus fallos<sup>643</sup>. Sin embargo, a la hora de evaluar el daño sufrido no siempre se tiene en cuenta este riesgo y frecuentemente se determinan indemnizaciones

---

<sup>640</sup> Por ejemplo, en la sentencia del 20 de septiembre de 2001, en el caso *Courage Ltd. c. B. Crehan*, Asunto C-453/99 (disponible en línea en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A61999CJ0453>).

<sup>641</sup> Cfr. sobre este tema, por ejemplo, Le Tourneau, Philippe y Cadiet, Loïc, “*Droit de la responsabilité*”, Ed. Dalloz, Paris, 1996, No. 1329, págs. 356 y ss.

<sup>642</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 73 y ss. También: Prorok, Johan, “*La responsabilité...*”, págs. 12 y ss.

<sup>643</sup> Por ejemplo, en el caso “*SIDEL*”, sentencia de la Cámara de Apelaciones de Paris, 9na. Sala penal, del 17 de octubre de 2008 (disponible en línea en <https://www.lextenso.fr/bulletin-joly-bourse/JBB-2009-004>).

que no descartan completamente el riesgo inherente a los mercados.

Al mismo tiempo, es necesario proteger a los inversores e indemnizarlos completamente por las consecuencias de las infracciones bursátiles pues de lo contrario se les haría asumir un riesgo adicional (el de existencia de dichas infracciones) que no han tenido en cuenta a la hora de operar, dado que todo inversor confía en la integridad del mercado<sup>644</sup>.

Para asegurar la correcta evaluación del daño financiero resulta indispensable tener en cuenta el nexo causal entre la infracción y el daño. De esta manera, sólo los perjuicios que se originan directamente en una infracción bursátil deben ser objeto de la protección de las acciones de responsabilidad civil.

Otro elemento para considerar, y que afecta la forma en que la responsabilidad civil opera en los mercados, es el carácter circular de los mecanismos indemnizatorios.

En efecto, algunos autores, sobre todo en los Estados Unidos en que este tipo de análisis financieros se realiza con mucha frecuencia, han sostenido que los sistemas de reparación de los daños bursátiles terminan siendo un juego de suma cero o incluso de suma negativa<sup>645</sup>. Es decir, en ciertas hipótesis, la carga financiera de la indemnización termina siendo soportada, directa o indirectamente, por sus mismos beneficiarios, los inversores.

Para decirlo con mayor claridad, cuando un accionista demanda la indemnización del daño sufrido por una infracción bursátil cometida por una sociedad emisora, dicha indemnización surge del patrimonio de aquélla. La suma que recibe el accionista-inversor como indemnización se compensa, al menos en parte, por la baja de la cotización del título. La compensación puede ser parcial o total, supuesto en que se configura un juego

---

<sup>644</sup> Si los inversores se vieran obligados a tener en cuenta el riesgo de la existencia de infracciones bursátiles y, por tanto, de los posibles daños a que se ven expuestos, perderían su confianza en el mercado o exigirían una rentabilidad mayor por sus títulos lo que repercutiría en última instancia en las sociedades que se financian en el mercado.

<sup>645</sup> Cfr., por ejemplo, Coffee, John, “*Reforming the securities class action: an essay on deterrence and its implementation*”, *Columbia Law Review*, No. 106, 2006, págs. 1534 y ss. (disponible en línea en [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/33](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/33)).

de suma cero, pero también lo pagado al inversor podría superar la pérdida de valor del título (gastos de justicia, etc.), con lo que habría un juego de suma negativa.

De todas maneras, se ha dicho que este argumento de la circularidad de las indemnizaciones deja de ser sostenible en otros casos. Por ejemplo, si el accionista ya vendió sus títulos antes de recibir la indemnización<sup>646</sup>, o si la sociedad emisora ha contratado un seguro de responsabilidad civil para ella o para sus administradores<sup>647</sup>.

En otros casos, el rechazo a la circularidad de las indemnizaciones es más claro, como, por ejemplo, cuando quien comete una infracción bursátil no es la sociedad emisora, si no un tercero. Por otro lado, existen infracciones bursátiles que reportan beneficios para quien las comete y otras que no tienen ese efecto. En el segundo caso, sí podría haber circularidad, pero no en el primero en el que la transferencia de riqueza opera a favor del infractor (no entre accionistas o entre éstos y la sociedad emisora).

Finalmente, debe observarse que la circularidad funciona sólo si se tiene en cuenta el universo completo de accionistas y siempre teniendo en cuenta que éstos diversifican sus portafolios de inversión. Desde el punto de vista individual de cada accionista o en el caso de accionistas poco diversificados, existe ciertamente un daño por la infracción bursátil que no se compensa con el menor valor sufrido por los títulos que posee<sup>648</sup>.

Para aventar cualquier supuesto de circularidad de las indemnizaciones se ha propuesto que sólo los administradores sociales, y no la sociedad emisora, sean responsables por las infracciones bursátiles, aunque esto no está tampoco exento de inconvenientes.

(ii) El efecto disuasivo de la responsabilidad civil.

---

<sup>646</sup> Desde el punto de vista económico, sin embargo, aquí habría una transferencia de riqueza de los nuevos accionistas a los ex-accionistas, que tampoco resulta deseable para el mercado.

<sup>647</sup> No obstante, aquí la carga financiera que pesa sobre la sociedad emisora aparece en la forma de primas por el seguro.

<sup>648</sup> Por cierto, quienes sostienen la inconveniencia de la existencia de reparación por daños bursátiles basados en la circularidad de las indemnizaciones, hacen reposar su crítica sobre numerosas suposiciones financieras que no siempre resultan aplicables al caso concreto.



La doctrina francesa ha señalado otros dos aspectos de la responsabilidad civil que tienden a un efecto disuasorio, es decir, a su capacidad de asegurar el cumplimiento efectivo de las leyes. Ellas son, por un lado, las sanciones privadas o civiles dirigidas a quienes han incurrido en hechos dañosos con el fin de desincentivarlos a reiterarlos; y, por el otro, la faz preventiva, dirigida a quienes no han cometido aún hechos dañosos con el fin de prevenir que los cometan en función del temor legítimo a la sanción pecuniaria que puede originar la responsabilidad civil.

En los mercados bursátiles, tal como sucede con su función resarcitoria, la función disuasoria de la responsabilidad civil tiene como fin mantener la confianza de los inversores, reduciendo la exposición de éstos al riesgo de fraude<sup>649</sup>.

La teoría económica desde hace tiempo ha confirmado el poder disuasorio de las sanciones penales y administrativas sobre los comportamientos bursátiles<sup>650</sup>.

En el caso de las acciones civiles de responsabilidad, los estudios empíricos han tomado como modelo a los Estados Unidos, uno de los pocos países en que dichas acciones se han desarrollado con la amplitud suficiente para asegurar la realización de estadísticas válidas. En el marco de estos estudios, los analistas buscan determinar las causas que hacen más atractiva una plaza financiera u otra<sup>651</sup>.

---

<sup>649</sup> En palabras de un célebre fallo de la Corte Suprema de los Estados Unidos: “*Las leyes que regulan los mercados de valores buscan mantener la confianza del público en esos mercados. Lo hacen al desincentivar el fraude por medio de la existencia de las acciones civiles por fraude*” (traducción del autor); “*Dura Pharmaceuticals c. Broudo*”, 19, de abril de 2005, disponible en línea en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/544/336/>.

<sup>650</sup> La teoría presupone el comportamiento racional de los agentes económicos que buscan maximizar sus beneficios aun cometiendo fraudes bursátiles. De ahí que el “costo” de cometer estos fraudes es tomado como un costo más a la hora de tomar decisiones de inversión (cfr. Becker, Gary S. “*Crime and punishment: an economic approach*”, *Journal of Political Economy*, No. 76, 1968, pág. 169 y ss.).

<sup>651</sup> Así, por ejemplo, en los años 2005-2006 las autoridades regulatorias norteamericanas notaron la relativa baja de la atractividad del mercado bursátil de ese país en relación con el de Londres. Ello llevó a la realización de diversos estudios que arrojaron, en general, la conclusión de que las emisoras soportaban, en los Estados Unidos, mayores costos provenientes de una reglamentación legal más rigurosa. Sin embargo, la crisis financiera de 2007-2008 puso en duda la validez de estas conclusiones.

Ciertos estudios realizados en los Estados Unidos parecen demostrar que los niveles de las condenas civiles de reparación de daños en ese país exceden notablemente los observados en otros países<sup>652</sup>. Estas consecuencias de la responsabilidad civil en los Estados Unidos resultan, además, efectivas en cuanto disuasorias de la realización de nuevas conductas ilícitas. Este sistema emerge de una regulación legal rigurosa y, por ende, costosa, pero ello no parece tener incidencia directa (al menos constatable) en el atractivo de la plaza financiera estadounidense puesto que muchas sociedades extranjeras buscan emitir títulos allí. La conclusión inevitable es que un régimen de responsabilidad civil fuerte, con importantes condenas por daños, no disminuye la fuerza de atracción de una plaza financiera sólida en volúmenes negociados, prestigio y rentabilidad<sup>653</sup>.

Otra cuestión que ha sido fuertemente debatida, tanto en Europa, como en los Estados Unidos, es si el efecto disuasorio no se logra mejor con las sanciones penales y administrativas, más que con las condenas por daños y perjuicios<sup>654</sup>.

En este sentido, una de las circunstancias que ha llamado la atención de los estudiosos es el hecho de que importantes mercados financieros, como los de Londres, París o Tokyo, han prosperado en un contexto en que las acciones civiles de reparación de daños son casi inexistentes. Algunos autores<sup>655</sup> han intentado explicar este fenómeno en razón de la gran dispersión accionaria común en los Estados Unidos, en relación con un poder accionarial más concentrado en Europa y otros países. En el primero, la gran dispersión accionaria hace que los pequeños tenedores tengan relativo interés en controlar la administración de los negocios sociales, entre otras cosas, por su elevado costo. De ahí la necesidad de brindarles herramientas legales para obtener la reparación de los daños

---

<sup>652</sup> Cfr. Coffee, John, “*Racing towards the top?: the impact of cross listings and stock market competition on international corporate governance*”, 2002, Columbia Law Review, No. 102, págs. 1757 y ss.).

<sup>653</sup> Es claro que estas conclusiones, aplicables a los Estados Unidos, no pueden aplicarse a otros casos de mercados de capitales más débiles, pero sí es cierto que una mayor rigurosidad en la aplicación de la responsabilidad civil lejos de disminuir la confianza en el sistema, la fortalece.

<sup>654</sup> El debate en los Estados Unidos se denominó de *public enforcement* (ejecución pública) vs. *private enforcement* (ejecución privada).

<sup>655</sup> Cfr. Coffee, John, “*Law and the market: the impact of enforcement*”, Harvard Law School, *course materials*, primavera del 2007, 17 de abril de 2007, págs. 57 y ss.).

que pudiesen sufrir como consecuencia de conductas ilícitas, lo que además permite, como efecto disuasorio, alinear mejor los intereses de los administradores con los de los accionistas. En países de mayor concentración accionaria, los accionistas suelen detentar mayores porcentajes de capital social, lo que suele permitirles designar miembros de los directorios o consejos de administración y, así, asegurarse un mayor control de la gestión.

En Francia, la persecución penal depende de la política represiva del Ministerio Público (*Parquet*), encabezado por el procurador de la República, bajo la tutela del Ministerio de Justicia. Sin embargo, dicha política, de alcance general, tiene en cuenta numerosos factores que no siempre incluyen la prevención del fraude bursátil. Por lo demás, pueden existir daños resarcibles en ausencia de delito, lo que torna al régimen de responsabilidad civil en un complemento esencial de la faz represiva penal. A ello se suma la limitación de recursos humanos y financieros de las autoridades reguladoras para instar o iniciar acciones penales o administrativas, comparado con los recursos de los inversores que ponen en juego acciones civiles de responsabilidad.

En rigor, la tendencia a nivel mundial es fortalecer el ejercicio de acciones civiles de responsabilidad como medio de asegurar la confianza de los inversores en el mercado, pero de manera coordinada con la instancia y prosecución de acciones penales y administrativas<sup>656</sup>.

Pero la responsabilidad civil como fuerza disuasoria no deja de tener también inconvenientes.

En efecto, se suele pensar que, a fin de intensificar la función disuasoria de la responsabilidad civil, es preciso aumentar los montos de las condenas por daños y perjuicios, por un lado, y, por el otro, aligerar las cargas que pesan sobre los inversores damnificados a la hora de obtener una sentencia civil condenatoria.

En el primer caso, se corre el riesgo de volver extremadamente prudentes a quienes tienen el deber de informar, riesgo que se traduce en una menor cantidad de información disponible y en información de menor calidad.

En este sentido, resulta esencial que exista previsibilidad en cuanto a la valuación

---

<sup>656</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs 93 y ss.

de los daños bursátiles y las consiguientes indemnizaciones. El efecto de disuasión sólo será efectivo si quien evalúa cometer una infracción bursátil puede estimar el costo que ello le acarrearía en caso de una condena por daños y perjuicios. Se ha señalado que en Francia existe una gran incertidumbre en cuanto a los métodos de evaluación de los daños bursátiles. Ello se ve agravado por cuanto es jurisprudencia consolidada de la Corte de Casación de ese país que los jueces pueden justificar la cuantificación del daño mediante la sola evaluación que ellos mismos hacen sin que tengan el deber de precisar los elementos que han concurrido a determinar las sumas respectivas<sup>657</sup>. Ello ha dado lugar a una práctica que evita toda precisión en la determinación de las sumas otorgadas como indemnización.

(C) La conducta dañosa.

(i) Las infracciones bursátiles.

Los diversos tipos de infracciones que pueden cometerse en los mercados bursátiles tienen en común una alteración de la información proporcionada a dichos mercados. En otras palabras, podría decirse que todas son conductas que ejercen una influencia artificial e ilegal en los mercados.

Asimismo, la caracterización de una conducta como infracción bursátil no depende, en principio, del carácter en que actúa quien la realiza. Todos los participantes en los mercados se encuentran alcanzados por las normas sobre el buen funcionamiento de aquéllos. Sí es cierto que, en algunos, casos, el régimen de responsabilidad civil presenta ciertos rasgos particulares según se trate de la sociedad emisora, sus administradores, los agentes o los mismos mercados.

En cuanto al tipo de conductas que pueden dar lugar a infracciones bursátiles, cabe tener en cuenta que, normalmente, se trata de actos habituales en el mundo de los negocios: órdenes bursátiles, realización de operaciones, publicación de información, etc. Es decir, no se trata de conductas ilícitas *per se*, si no que su aptitud para alterar el buen funcionamiento de los mercados dependerá de los efectos de dichos actos (sobre la

---

<sup>657</sup> Corte de Casación, sala comercial, 3-01-1964, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000006965234>.

cotización de un título, por ejemplo) o de elementos en sí ajenos a ellos (el conjunto de la información de que disponía quien hizo una publicación).

Otra cuestión que ha preocupado a la doctrina francesa es si sólo pueden incluirse los actos positivos o también los actos por omisión o abstención.

Existen en este sentido tres posturas diferenciadas. Algunos sostienen, en defensa de la libertad, que, como regla general, no puede hacerse responsable a alguien por no hacer nada<sup>658</sup>. Otros autores, más defensores de la seguridad jurídica, afirman que debe tratarse igualmente la omisión y la comisión y admiten la responsabilidad de la persona que omite actuar desde que dicha abstención constituye un incumplimiento civil apreciado en abstracto, es decir, un apartamiento de lo que hubiera hecho una persona razonable. Una tercera opinión distingue la omisión pura y simple de la omisión en la acción<sup>659</sup>. Según esta postura sólo habría responsabilidad si existe una obligación legal de actuar, pues la omisión pura y simple no estaría sancionada civilmente, salvo abstención deliberada con la intención de dañar. La jurisprudencia no ha receptado esta distinción doctrinal, ni ha adoptado una postura clara en la materia<sup>660</sup>.

En el caso de las infracciones bursátiles, otro autor manifiesta que la omisión pura y simple (en ausencia de obligación legal de actuar) no debería generar responsabilidad pues las normas bursátiles constituyen un catálogo de deberes (y, por tanto, de actos) que deben realizar los participantes en los mercados, cuyo incumplimiento es sancionado expresamente. Si el legislador no ha querido sancionar las omisiones en general, ello no debería generar responsabilidad, amén de los costos adicionales que surgirían de un riesgo adicional e indeterminable: el de ser susceptible de sanción por omisión pura y simple<sup>661</sup>. Esta es la doctrina que prevalece también en los Estados Unidos en donde las leyes federales tampoco sancionan las omisiones en general. Sin embargo, el mismo autor

---

<sup>658</sup> Carbonnier, Jean, “*Droit civil, Les obligations*”, tomo IV, Presses Universitaires de France, Paris, 2000, págs. 404 y ss. Este mismo autor reconoce la existencia de omisiones que pueden generar responsabilidad, como la inejecución de una obligación o la omisión en la acción debida.

<sup>659</sup> Cfr. Viney, Geneviève, Jourdain, Patrice, y Ghestin, Jacques, “*Traité de Droit Civil*”, Tomo 2, “*Les conditions...*”, págs. 385 y ss.

<sup>660</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 109.

<sup>661</sup> Ídem, págs. 109 y ss.

citado reconoce que esa conclusión general resulta muy atenuada en el caso de que el autor de la conducta dañosa sea la sociedad emisora o sus administradores, quienes tienen mayores obligaciones de suministro de información y, por ende, el deber de rectificar cualquier información inexacta o errónea.

En rigor, esta cuestión remite al requisito de ilicitud (o antijuridicidad, en terminología de nuestra doctrina) de la conducta imputada como dañosa. Las opiniones doctrinales antes mencionadas se ven claramente influenciadas por la tipicidad de los delitos penales o de las infracciones administrativas. El ilícito civil, en cambio, resulta atípico, pues su antijuridicidad puede ser no sólo formal, si no también material, en tanto implique un daño a un tercero sin justificación jurídica, lo que permite la responsabilidad civil, según la doctrina nacional, por omisiones puras<sup>662</sup>. Cabe aclarar que estas consideraciones son efectuadas por la doctrina argentina, pero no parece, en principio, imposible su aplicación al derecho francés en base a sus textos legales. No obstante, como se dijo, la jurisprudencia y la doctrina de ese país no están contestes en aceptar la responsabilidad civil por omisiones puras y simples, sin duda influenciados aún por la filosofía liberal que inspiró el Código Civil de Napoleón.

Otro elemento de la conducta antijurídica que se ha debatido en Francia es si es necesaria la intención concreta de causar un daño o, al menos, de ejercer una influencia artificial o ilegal en el buen funcionamiento de los mercados. En este sentido se ha definido a la falta o infracción (*faute*) como todo incumplimiento de una obligación legal preexistente que, si causa un daño a otro, su autor debe reparar. Se trata de una caracterización objetiva de la conducta dañosa. La doctrina y jurisprudencia francesas consideran que esa concepción objetiva no requiere para su producción intención alguna de cometer una conducta dañosa, bastando la violación de una obligación legal. De esta manera, en materia de daños bursátiles, y a diferencia del derecho norteamericano<sup>663</sup>, una

---

<sup>662</sup> Cfr. Pizarro, Ramón Daniel y Vallespinos, Carlos Gustavo, “*Tratado...*”, Tomo I, págs. 223 y ss.

<sup>663</sup> En los Estados Unidos la aplicación de la Regla 10b-5, de la SEC a las acciones de responsabilidad civil están condicionadas por la demostración de una intención de inducir a error, engañar o manipular (denominado en inglés *scienter*).

simple negligencia puede originar responsabilidad civil<sup>664</sup>. En el ya citado caso “Spector”, la Corte de Justicia Europea reafirmó, en un caso de operaciones con información privilegiada, el carácter objetivo de la conducta dañosa indicando que la intención de cometer un ilícito civil en la persona que realiza dichas operaciones se presume, siendo dicha presunción *iuris tantum*.

Esta idea objetiva de la conducta dañosa implica que lo esencial de dicha conducta es su efecto, es decir, la perturbación del buen funcionamiento de los mercados.

(ii) La influencia de la conducta dañosa en el buen funcionamiento del mercado.

Como se dijo, un comportamiento que no perturbe el buen funcionamiento de los mercados carece de efectos dañosos, pues éste es el elemento esencial para que se configure. Esto no quiere decir que la conducta sin influencia en el mercado sea siempre lícita, pues, por ejemplo, puede ser objeto de un delito penal, en grado de tentativa<sup>665</sup>.

Ahora bien, la influencia de una conducta eventualmente dañosa sobre el mercado puede ejercerse a través de dos vías: la de las órdenes de mercado o la del suministro de información.

En el primer caso, se trata de una intervención directa del inversor en el mercado mediante la emisión de órdenes de compra o de venta relativas a un título financiero. Esto afecta a otros inversores que hayan tomado decisiones de invertir en ese mismo título al mismo tiempo que el autor de la conducta eventualmente dañosa, pues, en los sistemas de negociación multilateral se computan todas las órdenes de venta y de compra sobre un mismo título en un período determinado para determinar cuáles se ejecutarán con preferencia a otras. Esto se ve claramente en las operaciones con información privilegiada. Otro efecto de una conducta potencialmente dañosa a través de las órdenes de mercado

---

<sup>664</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 110 y ss.

<sup>665</sup> La tentativa de uso de información privilegiada para realizar operaciones bursátiles, por ejemplo, se encuentra penada en el Código Monetario y Financiero (artículo L 465-1, párrafo II) con las mismas penas que el delito consumado. Lo mismo ocurre con la tentativa de recomendar la realización de operaciones con información privilegiada (artículo L 465-2, párrafo IV, del mismo Código), y con la de comunicar información privilegiada a terceros (artículo L 465-3, párrafo II, mismo Código), entre otras figuras, aún en ausencia de daño.

es indirecto y refiere a las señales que envía el autor de la conducta al mercado mismo<sup>666</sup>.

En relación con la influencia de una conducta susceptible de provocar daño ejercida a través del suministro de información al mercado, resulta claro que toda publicación de información relativa al emisor de un título afecta su cotización. En este caso, la conducta eventualmente dañosa no se materializa necesariamente en la actuación directa en el mercado a través de la realización de operaciones, sino mediante la difusión de información a dicho mercado<sup>667</sup>.

No obstante lo antedicho, no basta que la conducta potencialmente dañosa ejerza efectivamente una influencia en el mercado para que la responsabilidad civil de su autor esté comprometida. Esto es así porque toda operación de mercado sobre un título influye sobre la evolución de su cotización, pero es claro que existe un amplio campo en que dicha influencia no es reprochable desde el punto de vista de la responsabilidad civil. Para que ello ocurra es necesario, además, que la influencia sea artificial o ilegal<sup>668</sup>.

En este sentido, cabe tener presente que la mera especulación financiera no se encuentra prohibida por la ley en prácticamente ningún ordenamiento legal<sup>669</sup>. Si se entiende por especulación la búsqueda de ganancias por medio de la anticipación afortunada de variaciones de precios, la licitud resulta clara. Lo mismo cabe concluir si, en una aproximación más científica, se entiende a la especulación como la asunción de riesgos por parte de un inversor frente a otros que no los aceptan.

La jurisprudencia penal francesa ha tenido ocasión de aclarar que la especulación, incluso azarosa, nunca puede constituir un delito, salvo que esté acompañada de

---

<sup>666</sup> Un gran número de órdenes de compra, por ejemplo, manifiesta un interés en determinado título.

<sup>667</sup> Cabe tener presente que, tanto la influencia a través de las órdenes de mercado, como la ejercida a través de la difusión de información, no se circunscribe al mercado en concreto en que se opera, pues, en un sistema integrado, la realización de operaciones o la difusión de información en un mercado puede afectar la cotización del título en cuestión en los restantes.

<sup>668</sup> Spitz, Nicolas, "*Les préjudices...*", págs. 115 y ss.

<sup>669</sup> A este respecto, resulta interesante recordar que el artículo 25, de la vieja ley 17.811 prohibía la liquidación de operaciones de bolsa por diferencias de precio, lo que fue eliminado por la actual LMC.



conductas fraudulentas o maniobras destinadas a influenciar artificialmente el mercado<sup>670</sup>. Los jueces civiles también han consagrado la licitud de la especulación financiera<sup>671</sup>.

En virtud de lo expresado, la doctrina francesa ha intentado determinar cuándo existe una conducta con influencia artificial o ilegal sobre el mercado. Aquí se impone el análisis de las reglas bursátiles imperativas, pues su violación constituye una infracción bursátil.

Entre las normas imperativas bursátiles que afectan siempre el buen funcionamiento del mercado se encuentran aquellas que constituyen delitos penales o infracciones administrativas<sup>672</sup>: las operaciones con información privilegiada, la manipulación de precios y la difusión de información falsa o engañosa. Aquí no hay duda de que la violación de estas disposiciones generará responsabilidad civil para su autor, siempre, por supuesto, que concurren los demás factores de atribución, especialmente el daño resarcible y el nexo de causalidad.

Resulta claro, no obstante, que los jueces civiles no se encuentran limitados por las normas penales o administrativas, pues aquéllos podrán aplicar la responsabilidad civil a todas aquellas conductas que, aun cuando no se encuentren alcanzadas por un texto legal expreso, resultan contrarias a lo que la doctrina francesa ha denominado la norma fundamental de comportamiento o norma general de civilidad. Aún si el autor de una conducta dañosa demuestra haber cumplido con todas las normas que le resultan aplicables, la responsabilidad civil puede ser aplicada por incumplimiento, por ejemplo, a un deber de consejo<sup>673</sup>.

---

<sup>670</sup> Cámara de Apelaciones de París, Sala Criminal, sentencia del 28 de junio de 1984, citado en Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 116, nota 32).

<sup>671</sup> Caso “Gaudriot”, Cámara de Apelaciones de Limoges, Primera Sala Civil, sentencia del 6 de octubre de 2008. Disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000020029047>.

<sup>672</sup> En Francia, se considera a las infracciones administrativas como de naturaleza penal.

<sup>673</sup> Corte de Casación, Primera Sala Civil, 27 de junio de 1995. Disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?oldAction=rechJuriJudi&idTexte=JURITEXT000007034060&fastReqId=1620022024&fastPos=1>.

La jurisprudencia civil francesa ha sostenido que, para aplicar la responsabilidad civil, no resulta necesario demostrar que han concurrido los elementos constitutivos de una infracción administrativa o de un delito, especialmente el elemento intencional, que no se exige en materia civil<sup>674</sup>.

En definitiva, los jueces franceses han basado el carácter ilegal de una conducta en normas de alcance general, especialmente, en último término, en el artículo 1240, del Código Civil, que constituye la fuente de la responsabilidad civil delictual. Algunos autores, sin embargo, prefieren ser cautos con una extensión demasiado amplia de las fuentes de ilicitud de las conductas en los mercados bursátiles, pues afirman que un apartamiento sustancial de las normas que definen los abusos de mercado o la afectación a su buen funcionamiento puede ser fuente de inseguridad jurídica para los inversores<sup>675</sup>.

Spitz sostiene que, en definitiva, las normas bursátiles se basan en el principio de protección del buen funcionamiento del mercado, siendo las conductas mencionadas (uso de información privilegiada, manipulación de precios y suministro de información falsa o engañosa) corolarios o declinaciones de ese principio. En el caso del uso de información privilegiada, se trata de la perturbación del buen funcionamiento del mercado a través de la explotación de una información exacta en sí misma, pero no disponible para el resto de los inversores, lo que afecta el principio de igual acceso de todos los inversores a la información (corolario del principio general de protección al buen funcionamiento del mercado)<sup>676</sup>. En este caso, se trata de un ejemplo de influencia ilegal, no artificial, sobre el buen funcionamiento del mercado<sup>677</sup>.

---

<sup>674</sup> Corte de Casación, Sala Comercial, 22 de noviembre de 2005. Citado en Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 124, nota 60.

<sup>675</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 125.

<sup>676</sup> Algún autor precisa que este principio de igualdad de acceso a la información no preconiza una igualdad absoluta de todos los inversores delante de los riesgos o aún de la información disponible (siempre habrá inversores más expertos o diligentes que serán capaces de mejores decisiones de inversión). Se trata de una igualdad relativa, un mínimo garantizado en relación con dicha información y con los riesgos inherentes al mercado (y no otros). Pietrancosta, Alain, “*Les marchés financiers*”, en Devèze, Jean, Couret, Alain y Hirigoyen, Gérard, “*Lamy Droit du Financement*”, París 2010, Ed. Wolters Kluwer, pág. 575.

<sup>677</sup> Dicha influencia no es artificial porque el uso de información privilegiada modifica los precios

Un segundo principio, corolario del buen funcionamiento del mercado, es el de la libre formación de precios, resultante de la confrontación de todos los intereses compradores y vendedores manifestados en función de toda la información pública disponible. Aquí resultan alcanzadas las conductas que atentan contra este principio ejerciendo una influencia artificial sobre el buen funcionamiento del mercado. Se trata de una influencia artificial por contraposición a la influencia normal que ejerce cualquier operación de mercado y que forma parte de los riesgos inherentes a aquél<sup>678</sup>.

Esta influencia artificial puede ser directa o indirecta. En el primer caso, se trata de la difusión al público de información que luego se revelará falsa o engañosa. Una conducta de este tipo infringe en Francia, una regla bursátil imperativa que resulta tipificada, además, como un delito bursátil (artículo L 465-3-2, del Código Monetario y Financiero). De esta norma se deriva un deber para toda persona de no difundir al público información inexacta, imprecisa o engañosa que sea susceptible de ejercer una influencia en las cotizaciones del mercado, aun cuando el autor de la conducta no obtenga beneficios de ella (aunque este hecho puede resultar un agravante de la responsabilidad). La jurisprudencia francesa ha determinado que no basta cumplir con las disposiciones legales o reglamentarias en materia de difusión de información para exonerarse de responsabilidad, sino que lo esencial es tener en cuenta las circunstancias en las cuales la información ha sido publicada y apreciar sus efectos en el contexto de la totalidad de la información disponible en ese momento<sup>679</sup>. En otras palabras, una información formalmente exacta, precisa y sincera no debe ser publicada de tal manera que el público sea inducido a error. Esto hace, entre otras cosas, al deber de que la información sea, además, completa, inclusiva de todos los elementos que puedan tener influencia en esa información o en la libre formación de los precios de los títulos concernidos.

---

de los títulos hacia un nivel que toma en cuenta una información confidencial, pero exacta.

<sup>678</sup> En este caso, la ilegalidad de dichas conductas provendrá de la artificialidad de su influencia sobre el buen funcionamiento del mercado, violatorio del principio de libre formación de precios.

<sup>679</sup> Cámara de Apelaciones de París, Sala 25, fallo “Flammarion”, 26-09-2003 (disponible en línea en <https://www.lextenso.fr/bulletin-joly-societes/JBS-2004-012>) en el que se decidió que, pese a que la información cuestionada era exacta en sí misma, resultaba el menos engañosa al omitir la mención a un inminente acuerdo que hubiera tenido una incidencia determinante en la cotización del título, aun cuando la firma de dicho acuerdo no era totalmente segura.

En cuanto a la influencia artificial indirecta, incluye aquellos actos que tienen la intención de perturbar el buen funcionamiento del mercado y de alterar artificialmente las cotizaciones. La norma que contempla esta situación está contenida en los artículos 12 y 15, del Reglamento de la Unión Europea 596/2014, incorporados como derecho interno francés. Estas disposiciones prohíben efectuar operaciones o emitir órdenes de negociación o, en general, realizar actos que transmitan o puedan transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de uno o más instrumentos financieros, o que fije o pueda fijar en un nivel anormal o artificial el precio de aquéllos, o que afecte o pueda afectar, mediante mecanismo ficticios o cualquier forma de engaño o artificio, el precio de aquéllos.

Se trata, en definitiva, de no perturbar el buen funcionamiento del mercado y el encuentro de los intereses compradores y vendedores sólo basado en un análisis, propio de cada inversor, de toda la información pública disponible. A diferencia del caso anterior, en que la conducta se refería al uso de la información, aquí los actos sancionados refieren, sobre todo, a la emisión de órdenes de mercado, que ejercen una influencia indirecta en la formación de los precios<sup>680</sup>.

Nótese que, de la lectura de las normas citadas, surge que, en el caso de la manipulación del mercado a través de la realización de operaciones o la emisión de órdenes, se requiere la presencia de la intención fraudulenta, la que se encuentra presumida por la ley, pudiendo ser desvirtuada por prueba en contrario<sup>681</sup>.

#### (D) Los medios de obtener reparación.

---

<sup>680</sup> La influencia es indirecta porque la realización de operaciones o la emisión de órdenes de mercado envían señales a éste constituyendo, a su vez, datos que conforman también información que es tenida en cuenta por los inversores.

<sup>681</sup> Spitz, Nicolas, "*Les préjudices...*", pág. 134. La doctrina norteamericana ha criticado la existencia de este tipo de reglas afirmando que, en primer lugar, resulta muy difícil determinar cuándo hay una influencia "normal" en el mercado (como para determinar cuándo esa influencia es artificial) o cómo se fijan los precios en ausencia de toda influencia artificial. Esto hace que la regla pierda sentido objetivo y se base principalmente en el elemento subjetivo, esto es, la intención de defraudar (Fischel, Daniel y Ross, David, "*Should the law prohibit manipulation in financial markets?*", Harvard Law Review, No. 105 (1991), págs. 503 y ss.).

Como se dijo anteriormente, cuando aparece configurada la conducta antijurídica, como así también los demás elementos necesarios para la atribución de responsabilidad, especialmente el daño sufrido y el nexo de causalidad entre dicho daño y aquella conducta, la persona perjudicada puede demandar la reparación de ese daño al autor de la mencionada conducta. En este caso, tanto la doctrina, como la jurisprudencia<sup>682</sup> han entendido que el régimen a aplicar es el de la responsabilidad civil delictual o extracontractual prevista en el artículo 1240, del Código Civil francés, que reza:

*“Todo hecho del hombre que cause a otro un daño obliga a su autor a reparar el daño causado por su intermedio”*<sup>683</sup>.

Ahora bien, la acción de daños contra el autor de la conducta dañosa puede fracasar por múltiples razones: imposibilidad de identificar al autor, falta de uno de los elementos de la responsabilidad civil o su no demostración, o incluso la insolvencia del responsable. En razón de ello, el damnificado puede intentar demandar a otras personas o, también, intentar cuestionar las mismas transacciones realizadas.

En el primer caso se trataría de terceros, es decir, de personas que no han realizado directamente la conducta dañosa. Aquí se ha planteado la posibilidad de demandar a quienes son garantes del buen funcionamiento del mercado. Entre estos pueden incluirse los agentes, los mercados mismos en tanto instituciones o las empresas encargadas de la compensación y liquidación de operaciones. En el caso de los intermediarios, éstos nunca garantizan a su cliente que la cotización del título que ha sido objeto de la transacción ha sido determinada por medio de un mercado exento de toda conducta dañosa o fraudulenta de parte de terceros. Lo mismo cabe decir de las entidades encargadas de la compensación y liquidación de las operaciones<sup>684</sup>.

En cuanto a las empresas de mercado, la cuestión merece algo más de análisis, por cuanto estas entidades tienen a su cargo obligaciones cuyo fin último es asegurar el buen funcionamiento del mercado. Sin embargo, es difícil interpretar estas obligaciones como

---

<sup>682</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, *“Les préjudices...”*, pág. 136; y caso “Flammarion”, antes citado.

<sup>683</sup> Traducción del autor. El original francés dice: *“Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer.”*

<sup>684</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, *“Les préjudices...”*, pág. 138.

extensivas a garantizar a los inversores que las transacciones son a un precio correctamente fijado en ausencia de todo incumplimiento de las reglas del mercado (por parte de todos los participantes en él) o de toda condición que pueda perturbar el buen orden del mercado. Sus deberes se limitan a establecer y mantener reglas y procedimientos que permitan controlar a sus miembros, supervisar el buen desarrollo de las transacciones y detectar los incumplimientos bursátiles. En este sentido, no parecería posible imputar responsabilidad a los mercados por faltas cometidas por terceros. Por otro lado, en Francia no hay antecedentes jurisprudenciales en tal sentido<sup>685</sup>.

En otro orden, se ha cuestionado también la posibilidad de demandar a personas que, sin ser autores directos o indirectos de la conducta dañosa, han participado en su realización. Normalmente se trata en este caso de abogados, auditores o asesores del autor del incumplimiento.

En el derecho estadounidense el tema ha sido objeto de vivos debates. La jurisprudencia de la Corte Suprema de ese país ha rechazado la posibilidad de atribuir responsabilidad a estas personas salvo que se demuestre que han sido ellos mismos autores directos de una conducta dañosa y ello sólo en la medida de esa autoría<sup>686</sup>.

En derecho francés la noción de cómplices o co-partícipes es propia del derecho

---

<sup>685</sup> Es interesante mencionar en nuestro país un fallo de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala D, que sostuvo que “... *no cabe responsabilizar al Mercado de Valores demandado por haber impuesto a la sociedad productora bursátil reclamante la sanción de revocación de inscripción para actuar como tal, que fue posteriormente revocada, pues nada revela que aquel haya obrado con la intención de dañar; sino que, por el contrario, de las actuaciones disciplinarias se desprende que quienes actuaron en su nombre creyeron razonablemente en la licitud de su actuar. De lo que resulta aplicable la doctrina según la cual no hay delito en la concepción de la ley civil sino cuando el acto ilícito se ejecuta a sabiendas y con intención de dañar a la persona o los derechos de otros*”; (Fallo del 18/12/2018, “F., D. J. y otro c. Mercado de Valores S.A.”, El Derecho, Diario del 08-05-2019, No. 14.605). Se trata evidentemente de un caso diferente, de responsabilidad administrativa, asimilada a la responsabilidad penal, y no de responsabilidad civil, pero de todas maneras resulta interesante su mención.

<sup>686</sup> Caso “Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta Inc.”, fallo del año 2008 disponible en línea en: <https://www.casebriefs.com/blog/law/securities-regulation/securities-regulation-keyed-to-coffee/general-civil-liberty-provisions/stoneridge-investment-partners-llc-v-scientific-atlanta-inc/>. Es interesante hacer notar que el fallo salió por cinco votos contra tres.

penal, pero extraña al derecho civil que carece de regulación legal en tal sentido. De todas formas, la cuestión ha sido abordada por la jurisprudencia en algunos fallos que muestran cierta evolución favorable a la responsabilidad de estas personas. El fundamento para esta extensión de la responsabilidad ha sido la violación de un vínculo contractual con el autor de la conducta dañosa<sup>687</sup>. Sin embargo, esta jurisprudencia no ha sido emitida en casos de daños bursátiles, por lo que su aplicación a este campo es discutida.

Finalmente, cabe mencionar otro medio de reparación que el inversor perjudicado puede utilizar: el de demandar a su contraparte en la transacción, solicitando la anulación o resolución de ésta.

La cuestión no tiene en Francia respuestas definitivas ni en los textos legales, ni en la jurisprudencia, ni en la doctrina. Diversos factores inciden a la hora de determinar la viabilidad o no de una acción de este tipo. En primer lugar, como ya se dijo, aparece el problema de la naturaleza contractual o no de este tipo de transacciones, especialmente las realizadas en el mercado secundario a través de mercados regulados. La otra cuestión que se presenta es la de la identidad de la contraparte de una operación de este tipo. Este último problema no sólo presenta desafíos desde el punto de vista jurídico, sino también práctico dadas las características de funcionamiento de los mercados.

Pero incluso en el caso en que estas cuestiones fueran resueltas satisfactoriamente, queda un problema importante al que se enfrenta el jurista. ¿Conviene permitir la revisión de la validez de una transacción bursátil, solicitando, por ejemplo, su anulación por vicios en el consentimiento? Lo que aquí se pone en juego es nada menos que uno de los principios esenciales del funcionamiento de los mercados: la seguridad de las transacciones.

---

<sup>687</sup> Fallo de la Corte de Casación, sala comercial, del 15-09-2009, citado en Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 144, nota 133. En otros casos, la Corte de Casación ha aceptado que un tercero ajeno a un contrato pueda invocar, con fundamento en la responsabilidad delictual, un incumplimiento contractual en la medida en que ese incumplimiento le haya causado un daño (asamblea plenaria del 06-10-2006, disponible en línea en: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007052928>. La doctrina ha criticado esta posición, exigiendo como condición que el daño causado al tercero no sea originado en el contrato mismo.

Sin duda, las dificultades apuntadas para la viabilidad de una acción que busque revisar una transacción bursátil explican la total ausencia de antecedentes en la materia en la jurisprudencia francesa<sup>688</sup>.

(A) Tipos de daños bursátiles.

Para comprometer la responsabilidad del autor de una conducta dañosa, la víctima debe demostrar la existencia de dicha conducta, el daño y la relación de causalidad entre ambos. Ya se ha visto cómo se caracterizan en Francia los daños bursátiles y las particularidades de las conductas potencialmente dañosas. Resulta menester ahora detenerse un poco más en la determinación de aquellos daños. Para ello, se tendrá en cuenta la distinción entre daños bursátiles por desinformación (información falsa o engañosa o manipulación del mercado) y los daños por mal uso de información exacta (uso de información privilegiada).

(i) Los daños por desinformación.

Los daños bursátiles por desinformación tienen en común la difusión directa o indirecta de información que luego se revelará falsa o sin fundamento económico o financiero, lo cual implica una alteración de las cotizaciones de los títulos, lo que impacta, a su turno, sobre las decisiones de los inversores.

La jurisprudencia francesa de los últimos treinta años sobre la materia ha sido escasa, pero permite delinear ciertas tendencias. Los textos legales específicos resultan ausentes y la doctrina no ha prestado demasiado atención al tema, especialmente a la valuación del daño bursátil, calificado por algunos como imposible de reducir a fórmulas lógicas<sup>689</sup>. Más aún cuando los métodos de valuación utilizados en los pocos casos judiciales que se registran han sido fuertemente criticados por la doctrina<sup>690</sup>.

---

<sup>688</sup> En la Argentina, la LMC expresamente establece que las acciones de responsabilidad civil no permitirán anular las operaciones financieras que las motiven (artículo 128).

<sup>689</sup> Alamowitch, Stephan, “*De la rumeur à la manipulation : la diffusion de fausses informations*”, *Marchés et Techniques Financières*, No. 74, octubre de 1995, pág. 13, citado por Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 210, nota 2.

<sup>690</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 210 y ss. Un elemento clave en este sentido es,



Es por ello que resulta necesario realizar una descripción de los posibles tipos de daños que pueden producirse en los mercados bursátiles.

Así, se ha propuesto<sup>691</sup>, como se dijo, distinguir entre daños por desinformación y daños por mal uso de información y entre los primeros entre daños que afectan a las condiciones en que realizan sus operaciones los inversores (daños de condición) y los que alteran la decisión misma de invertir o no (daños de decisión).

(ii) Los daños a las condiciones de la operación.

En estos daños no se ve alterada la decisión del inversor de realizar o no una operación determinada, sino las condiciones en que tal operación se celebra, especialmente su precio.

Usualmente, estos daños serán valuados teniendo en cuenta la diferencia entre el precio al que se realizó la transacción y el que hubiera tenido de no haber existido una afectación al buen funcionamiento del mercado como consecuencia de la conducta dañosa. De esta manera, estos daños pueden determinarse de manera objetiva, sin recurrir a elementos subjetivos propios de los daños de decisión. Gracias a su naturaleza objetiva, serán, en principio, los daños más fácilmente reparables y constituirán (según la jurisprudencia francesa) la indemnización mínima a la que podrá aspirar un inversor perjudicado<sup>692</sup>.

El método de valuación de estos daños de condición ha sido objeto de fuertes

---

como se dijo, la relativa discrecionalidad de que gozan los jueces en Francia para cuantificar las indemnizaciones, pues no tienen, en principio, obligación de justificar o precisar la forma en que las realizan.

<sup>691</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 212 y ss. Para otra clasificación ver Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, págs. 111 y ss. Este autor prefiere clasificar los daños según sus efectos entre los que alteran las cotizaciones de los títulos en el mercado y los que alteran las decisiones de los inversores. En este sentido, me pareció más abarcadora y más precisa la caracterización que hace Spitz y que se describe a continuación.

<sup>692</sup> En el fallo “Regina Rubens”, ya citado, el Tribunal Correccional de París determinó que el inversor que pretende ser indemnizado por un daño a las condiciones en que realizó sus transacciones no puede aspirar a la reparación de un lucro cesante, rubro que sólo podría reclamar quien alega haber visto alterada su decisión de inversión a causa de la conducta dañosa.

debates en los Estados Unidos dado que la legislación aplicable no prevé expresamente pautas para esa cuantificación. La jurisprudencia de ese país ha optado por el método antes apuntado, esto es, la diferencia entre el precio pagado o convenido de la operación y su precio real (sin alteración al mercado) a la fecha de celebración<sup>693</sup>.

Ahora bien, existen diversas circunstancias que deben tenerse en cuenta a la hora de determinar la existencia de un daño de condición: el sentido de la afectación al precio del título (una sobre o infra valuación); el período en que se cometió la conducta dañosa (desde que comienza hasta que termina, que generalmente ocurre cuando se hace pública la existencia de la infracción bursátil, sea de manera explícita, a través de la rectificación de una información falsa o engañosa o de la revelación de una manipulación de las cotizaciones, sea de manera implícita mediante la publicación de informaciones que desmienten una anterior información falsa o engañosa); las fechas en que la víctima ha tomado sus decisiones de inversión (órdenes de venta, de compra o abstención de operar); la evolución de las cotizaciones; y la situación patrimonial de la víctima como consecuencia de la conducta dañosa (mayor o menor valor experimentado).

Los tres primeros criterios antes mencionados serán esenciales para determinar la existencia de un daño reparable. El cuarto criterio no lo será, en principio, pero sí será relevante a la hora de cuantificar dicho daño, pues esta cuantificación deberá excluir el riesgo inherente a la operación (evidenciado por la evolución del precio del título sin tener en cuenta el efecto de la infracción bursátil). Finalmente, el quinto criterio presenta algunas particularidades. En efecto, se trata de responder a la pregunta de si las pérdidas o ganancias del inversor alteran su derecho a obtener reparación. O lo que es lo mismo, concretamente, si el inversor que ha experimentado una ganancia en una medida menor de la que hubiera tenido si no hubiera existido la alteración de los precios producida por la infracción bursátil tiene derecho a ser indemnizado. La cuestión subyacente es si puede justificarse una infracción bursátil cuando el patrimonio de la víctima en definitiva se ha enriquecido, aun cuando pudiera haberlo hecho en mayor medida en ausencia de dicha infracción<sup>694</sup>. A ello se ha contestado en Francia que jurídicamente no puede negarse

---

<sup>693</sup> Cfr., por ejemplo, Corte de Apelaciones del Undécimo Circuito, Alabama, caso “Estate Counselling Serv., Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.”, fallo del 9 de abril de 1962, disponible en línea en: <https://casetext.com/case/estate-counseling-service-v-merrill-lynch>.

<sup>694</sup> La Corte Suprema de los Estados Unidos ha considerado que en este caso el inversor no tiene

reparación en este caso<sup>695</sup>.

Teniendo en cuenta los criterios antes reseñados, puede ahora hacerse un análisis de las diversas situaciones que pueden presentarse.

(1) Situaciones en las que no existe daño.

En primer lugar, resulta indispensable excluir a los inversores que hayan realizado operaciones en períodos anteriores o posteriores al tiempo en que el mercado se vio alterado por la conducta dañosa, por resultar ajenos a la maniobra lesiva.

Por otro lado, si el inversor ha adquirido los títulos antes de la realización de la conducta dañosa (por ejemplo, difusión de información falsa con un efecto de alza sobre las cotizaciones) y luego los ha transferido después de la rectificación de la información o los ha conservado, tampoco puede alegar haber sufrido un daño, pues los títulos han sido adquiridos antes de ser alterado su precio y transferidos después de la rectificación, es decir, también a un precio de mercado, o directamente conservados. Así lo ha entendido la jurisprudencia francesa<sup>696</sup>. Es también la solución de la jurisprudencia norteamericana, que considera a estos inversores no elegibles para acciones de clase.

Si en el mismo caso antes señalado la infracción bursátil hubiera tenido un efecto negativo sobre las cotizaciones, los inversores tampoco podrían alegar haber sufrido un daño de condición, pero sí podrían haber experimentado un daño de decisión, específicamente de no decisión, como se verá más adelante.

(2) Situaciones en las que el inversor se beneficia de la conducta dañosa.

Si el inversor adquiere el título a un precio correctamente evaluado antes de la conducta dañosa (con un efecto positivo en las cotizaciones) y luego lo ha transferido

---

derecho a ser indemnizado, lo que ha sido motivo de críticas por parte de la doctrina de ese país (caso “Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo”, ya citado).

<sup>695</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 215. Aun cuando el autor parece criticar la solución desde el punto de vista moral.

<sup>696</sup> Caso “Société Générale de Fonderie”, fallado el 15 de marzo de 1993 por la Corte de Casación, Sala Criminal, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007068419>.

durante el período de afectación del mercado (a un precio artificialmente sobrevaluado), puede decirse que se ha beneficiado de la infracción bursátil. En este caso, no puede evidentemente invocar un daño.

Por el contrario, si el inversor adquiere el título a un precio subvaluado durante el período de alteración del mercado (es decir, a un precio alterado artificialmente) y luego de la rectificación de la información lo ha transferido (ya a un precio normal de mercado) o conservado, no ha sufrido ningún daño de condición, sino que ha recibido también un beneficio<sup>697</sup>.

### (3) Casos en que el daño es incierto.

Se trata aquí de situaciones en que los títulos han sido adquiridos y luego transferidos durante el período en que el mercado ha visto alterado su buen funcionamiento como consecuencia de la infracción bursátil. En estos casos, el daño constituido por adquirir el título a un precio sobrevaluado se ve compensado, al menos parcialmente, por la venta del mismo título también a un precio sobrevaluado. El eventual perjuicio del inversor sería equivalente a la diferencia entre el sobre costo de adquisición y el sobre costo de venta<sup>698</sup>. En esta situación el daño será cierto sobre todo en el caso de una compra seguida inmediatamente de una venta, con la consiguiente toma de ganancia. En el momento de la adquisición no hay daño, puesto que el precio de más pagado por el

---

<sup>697</sup> Dado que compró a un precio subvaluado, la rectificación de la información presupone que la cotización del título subirá hasta alcanzar su valor de mercado. De ahí el beneficio. Naturalmente, esta resulta ser una hipótesis no siempre demostrable en el caso concreto, pues puede darse el caso que la cotización no vuelva a su valor normal luego de la rectificación por diversos factores, por ejemplo, por desconfianza del mercado en la emisora que difundió la información errónea. Serán cuestiones a apreciar en cada caso.

<sup>698</sup> Para clarificar: si el inversor compra a \$ 10 por título, siendo que ese precio está alterado en un 50%, el sobre costo de adquisición será de \$ 5. Si luego vende el título al mismo precio de \$ 10, no habrá daño. Si lo hace a un precio mayor, supóngase \$ 15, tampoco habrá perjuicio, pues se ve beneficiado. Si lo hace a un precio menor, por ejemplo, a \$ 6, suponiendo que la sobrevaluación del precio sigue siendo del 50%, el perjuicio del inversor será equivalente a  $\$ 5 - \$ 3 = \$ 2$  por título. Naturalmente, en la práctica es difícil, por no decir imposible, que el impacto de la alteración del mercado en los precios sea constante (en el ejemplo, siempre igual al 50% del precio del título), pues en la evolución de las cotizaciones intervienen innumerables factores.

título se ve compensado por la tenencia de aquél, valuado a dicho precio<sup>699</sup>. Lo mismo cuando hay venta inmediatamente después. En otras palabras, la fecha en que el daño bursátil deviene cierto no es la de adquisición del título. La certeza se tendrá recién cuando el mercado vuelva a determinar el precio del título libre de influencias artificiales, es decir, cuando la información falsa o engañosa sea rectificada o el mercado tome conocimiento de su falsedad o inexactitud.

Por otro lado, en el supuesto en que el inversor adquiriera y transfiera un título dentro del período de alteración artificial de los precios y dicha alteración haya producido un efecto negativo en aquéllos, es decir, que exista una infravaluación artificial de los títulos, la existencia y certeza del daño dependerá también de la evolución de la influencia artificial sobre las cotizaciones.

(4) Situaciones en las que el daño es cierto *a priori*.

Se trata aquí de casos en que el título ha sido adquirido durante el período de alteración de las cotizaciones, pero transferido luego de ese período, es decir, cuando el mercado ha determinado correctamente su cotización. En este caso, el daño es siempre cierto y consiste en el costo de sobrevaluación del título. Así lo ha determinado la jurisprudencia francesa<sup>700</sup>.

Lo mismo se aplicará para el caso en que el inversor conserve su título luego del período de alteración, pues aquél estará valuado correctamente, es decir, a un precio menor a la sobrevaluación artificial<sup>701</sup>.

Finalmente, en el caso en que el inversor haya adquirido el título antes de la comisión de la infracción bursátil (y, por tanto, a un precio correctamente determinado por el mercado), pero lo ha transferido luego de esa infracción a un precio subvaluado artificialmente<sup>702</sup>, el daño será cierto y consistirá en la diferencia entre el precio de

---

<sup>699</sup> Este es un argumento utilizado por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso “Dura Pharmaceuticals”.

<sup>700</sup> Caso “Société Générale de Fonderie”, ya citado.

<sup>701</sup> Mismo caso citado en la nota anterior y también caso “Regina Rubens”, también citado anteriormente.

<sup>702</sup> Por ejemplo, si la emisora de los títulos emite un comunicado negando, falsamente, la existencia

adquisición y el de cesión, esto es, en la medida de la subvaluación, a la fecha de la cesión del título<sup>703</sup>.

(5) Los daños en caso de extensión del período de alteración de los precios.

Las situaciones que se han reseñado anteriormente presuponen que el período en que la infracción bursátil está vigente (desde el inicio de la conducta dañosa hasta su cese) coincide con el período en que las cotizaciones se ven alteradas artificialmente. Pero podría ocurrir que el período de alteración del mercado se extienda más allá del cese de la conducta dañosa. Es lo que algunos economistas califican de *overreaction*, término que implica que los mercados reaccionan con exceso a la alteración artificial de las cotizaciones. Esta actitud del mercado implica que los inversores en general toman nota de la existencia y cese de la conducta dañosa (rectificación de la información falsa, por ejemplo), pero ese mismo hecho produce una desconfianza hacia estos títulos que prolonga los efectos de la infracción bursátil cometida. Esta desconfianza irá cediendo a medida que la sociedad emisora vaya recuperando credibilidad<sup>704</sup>.

Se discute en Francia si estos daños de sobre reacción pueden ser indemnizados. Algunos autores niegan esta posibilidad a causa de la falta de certeza del eventual

---

de negociaciones para una fusión, esa información tendrá un efecto artificial de baja en las cotizaciones.

<sup>703</sup> Debe tenerse presente que las ventas en descubierto (supuesto en que el inversor transfiere un título que no posee, pero que ha tomado en préstamo) pueden plantear algunas dificultades a la hora de determinar la existencia de un perjuicio para el inversor. En efecto, aquí la transferencia del título ocurre antes que su adquisición (el inversor especula con la baja de la cotización del título, lo toma prestado, lo transfiere y luego lo adquiere a un precio inferior para devolverlo al prestamista). Aquí se discute la calidad de accionista o no del inversor y en qué momento adquiere esa calidad, como así también si tiene derecho o no a la reparación del daño eventualmente sufrido por una alteración artificial de las cotizaciones. Algún autor (Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 228 y ss.) sostiene que, en principio, ese derecho a la reparación existe. La jurisprudencia norteamericana ha adoptado una posición restrictiva en estos casos, no tanto basada en la ausencia de daño, como de nexo causal. Estas operaciones en descubierto están previstas en nuestra legislación (Artículo 13, Sección VI, Capítulo V, Título VI, de las Normas de la CNV (T.O. 2013 y sus modificatorias).

<sup>704</sup> Naturalmente, esto implica que el mercado no ha actuado de manera eficiente, pues los precios deberían (según la teoría del mercado de competencia perfecta) volver automáticamente a su curso normal luego de la rectificación de la información.

perjuicio<sup>705</sup>. En realidad, el daño existiría desde el punto de vista teórico, pero, en la práctica, resulta casi imposible su determinación y cuantificación, amén de la dificultad para determinar correctamente el nexo de causalidad con la infracción bursátil<sup>706</sup>.

(iii) Los perjuicios resultantes de una alteración de la decisión de inversión.

Se ha tratado de desarrollar una tipología de daños bursátiles que afectan a las condiciones en que se ha realizado una operación. Pero los inversores pueden también alegar haber sufrido una alteración de su decisión de invertir (comprar, vender o abstenerse) como consecuencia de la conducta dañosa. Se trata de los daños a la decisión de inversión, esto es, a la libertad de actuar en los mercados confiando en su integridad y en que los precios han sido correctamente determinados, libres de influencias artificiales. La jurisprudencia francesa ha tomado en cuenta estos daños<sup>707</sup>.

Aquí pueden repetirse las situaciones antes reseñadas al hablar de los daños a las condiciones de la operación. Así, en el caso en que el inversor adquiriera títulos financieros a un precio sobrevaluado y los revenda luego a un precio correctamente determinado (generalmente, luego de cesada la conducta dañosa), podría alegar que, de no haberse producido la sobrevaluación, no habría tomado la decisión de adquirir tales títulos, sufriendo, por tanto, un daño. Aquí la extensión del daño no necesariamente será la misma que en el caso de un daño a las condiciones de venta, pues el inversor, siguiendo el principio de la reparación integral, deberá ser puesto en la misma situación en que se hubiera hallado de no haber adquirido los títulos. En términos cuantitativos, la víctima podría reclamar no sólo un monto equivalente a la sobrevaluación artificial del título, sino incluso al impacto de la baja de las cotizaciones luego del cese de la conducta dañosa.

---

<sup>705</sup> Cfr. Vatinet, Raymond, “*La réparation du préjudice causé par la faute de dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles*”, *Revue des Sociétés*, 2003, págs. 247 y ss.

<sup>706</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 230 y ss.

<sup>707</sup> Caso “Marionnaud”, de la sala comercial de la Corte de Casación francesa, ya citado, y caso “Marionnaud”, del Tribunal Comercial de Créteil, ya citado. También puede mencionarse el caso “Vivendi”, fallado por la sala Undécima del Tribunal Correccional de París el 21 de enero de 2011 (citado por Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, pág. 262, nota 547), que fue parcialmente confirmado por la Cámara de Apelaciones de París el 19 de mayo de 2014, disponible en línea en <https://www.doctrine.fr/d/CA/Paris/2010/SK13DC33179E0867CF4390>.

Incluso podría alegar la pérdida de la chance por no haber podido realizar otra inversión más ventajosa. La indemnización resultante podría ser, por lo tanto, muy superior a la otorgada en caso de daño a las condiciones de la transacción<sup>708</sup>. De todas maneras, para tener éxito en su reclamo, el inversor deberá demostrar no solamente la existencia del daño y su certeza, sino también la relación de causalidad entre aquél y la conducta dañosa, lo que, en la práctica no resulta fácil, como se verá luego.

En los casos en que el inversor adquiere títulos durante el período de alteración de las cotizaciones, pero los conserva, o los vende durante dicho período, la situación es más compleja pues la evolución posterior de la cotización no deja de incluir el álea bursátil, propia del mercado y que, *a priori*, no debe ser indemnizada. La cuestión aquí es cuándo el daño deviene cierto. La doctrina francesa no está de acuerdo sobre el punto. Algunos autores sostienen que el daño se transforma en cierto a la fecha de reventa o venta de los títulos, concluyendo que la simple conservación del título no constituye un daño cierto<sup>709</sup>. Para otros autores, el momento en que el daño adquiere certeza es el del cese de la conducta dañosa (la rectificación de la información falsa, por ejemplo), de la misma manera que ocurre en los daños causados a las condiciones de la operación<sup>710</sup>. Es la solución que mejor evita la inclusión del álea bursátil en la determinación del daño.

La mayoría de los casos de daños bursátiles resueltos por la jurisprudencia francesa contemplan situaciones en que el inversor alega haber sufrido un daño a su decisión de inversión<sup>711</sup>.

---

<sup>708</sup> Por ejemplo, si el inversor compra el título a un precio sobrevaluado de \$ 100, en lugar de \$ 80 que sería el precio correcto, y luego lo revende a \$ 50, podría reclamar no sólo los \$ 20 resultantes de la sobrevaluación, sino también los \$ 30 resultantes de la baja de la cotización, que nunca habría sufrido de no haber adquirido los títulos (si este mismo inversor reclamara sólo el daño por la sobrevaluación, esto es, por la afectación a las condiciones de la operación, sólo podría reclamar los \$ 20 de dicha sobrevaluación, pero no los \$ 30 resultantes de la baja de la cotización pues no habría alegado una alteración de su decisión, es decir, no afirmaría que no habría adquirido los títulos).

<sup>709</sup> Magnier, Véronique, “*Information boursière et préjudice des investisseurs*”, Dalloz (Recueil), 2008, pág. 558 y ss.

<sup>710</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 236.

<sup>711</sup> Por ejemplo, casos “Comptoir des Entrepreneurs” y “SIDEL”, ya citados. En el caso “Société de Fonderie”, ya citado, el Tribunal Correccional de París, en primera instancia, consideró la demanda como



La cuestión resulta algo más compleja si se presenta el caso de una afectación a la decisión de invertir cuando el inversor se ha abstenido de operar. Algún autor sostiene que estos daños sólo pueden repararse bajo la forma de una pérdida de la chance de

---

invocando un daño a la decisión de inversión, pero tanto la Cámara de Apelaciones de París, como la Corte de Casación, prefirieron tratar el tema como un daño a las condiciones de venta, sin utilizar esta terminología, claro está, pero reparando en la práctica sólo ese tipo de daño. En el caso “Eurodirect Marketing”, ya citado, la Corte de Casación evaluó el daño reclamado como producido a la libertad de decidir, cuantificándolo como comprensivo de la totalidad de las pérdidas sufridas por el accionista, sin tener en cuenta la pérdida de la chance de obtener ganancias, calificadas estas ganancias como “*totalmente aleatorias y ligadas a circunstancias ajenas*”. Ello pese a que en el caso “SIDEL”, la Cámara de Apelaciones de París incluyó al rubro pérdida de chance entre los que debían ser indemnizados. En el caso “Marionnaud”, el Tribunal de Comercio de Créteil tampoco aceptó la pérdida de chance como rubro a indemnizar debido a que no fue demostrado y, por tanto, no revestía el carácter de cierto. En el caso “Regina Rubens”, también citado, la Cámara de Apelaciones de París redujo drásticamente la indemnización otorgada en primera instancia por considerar que el accionista no había logrado demostrar el nexo de causalidad entre el daño a la decisión y la conducta dañosa. La reducción fue hecha invocando precisamente que sólo se reparaba una pérdida de la libertad de decidir. Más atrás en el tiempo, el caso “SEDRI”, el Tribunal Correccional de París condenó a los autores de una infracción bursátil a pagar una indemnización por estimar acreditado un daño a la decisión de invertir, pero sin mayores precisiones sobre la extensión de dicho daño, ni sobre el correspondiente nexo de causalidad (fallo del 27 de febrero de 1998, citado por Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 235, nota 74). En el caso “Marionnaud”, de la Corte de Casación, ya citado, la Cámara de Apelaciones de París determinó el pago de una indemnización a los actores tomando en consideración la pérdida de la chance, pero la Corte de Casación determinó que lo que debe repararse es la alteración de la decisión de inversión. Esta línea jurisprudencial fue luego confirmada en el caso “Vivendi”, también citado. Se ve entonces que, si bien la jurisprudencia francesa ha sido inicialmente vacilante en cuanto a qué daño debe indemnizarse, la Corte de Casación ha consolidado la posición de que lo que debe indemnizarse es la privación de la libertad de decidir (dependiendo de lo pretendido en la demanda, claro está) y no una pérdida de chance de difícil, sino imposible demostración. Algún autor califica a este daño a la libertad de decidir como un daño moral por resultar imposible relacionarlo con un daño patrimonial concreto (Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, pág. 265), aunque esta conclusión resulta, por lo menos, dudosa y no refleja ciertamente la intención de los jueces. Recientemente la Corte de Apelaciones de París ha reafirmado la posición antes mencionada sosteniendo que sólo resulta indemnizable la pérdida de la oportunidad de tomar una decisión de inversión sobre la base de información exacta (fallo del 2 de marzo de 2020, 16/15250). Este mismo fallo incluso fue más allá al considerar que no era necesario que el inversor perjudicado demostrara que la información inexacta era apta para afectar el precio de los títulos involucrados.

realizar una operación<sup>712</sup>.

(F) El daño moral.

Se cuestiona la posibilidad de reparar daños extrapatrimoniales como consecuencia de infracciones bursátiles. Podría darse el caso, por ejemplo, de un profesional cuya reputación fuera afectada como consecuencia de incumplimientos bursátiles por parte de terceros. La jurisprudencia francesa ha receptado la posibilidad de reparar tales daños, aunque a veces sólo de manera simbólica<sup>713</sup>.

Por el contrario, en el caso de sociedades emisoras de títulos, los jueces han ordenado la reparación de un daño moral sufrido por aquéllas consistente en la afectación a su reputación en virtud de infracciones bursátiles cometidas por terceros en relación con los títulos por ellas emitidos<sup>714</sup>.

(G) La cuantificación del daño bursátil.

Una de las cuestiones que más dificultades ha presentado a la hora de aplicar la responsabilidad civil en el ámbito bursátil en Francia ha sido la de evaluar el daño

---

<sup>712</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 240. La Corte de Casación, en el caso “*Société Générale de Fonderie*”, ya citado, rechazó la posibilidad de indemnizar un daño a la libertad de invertir por no haber realizado una transacción, incluso bajo la forma de una pérdida de chance. No debe dejar de mencionarse que, enfrentados a la dificultad de cuantificar los daños bursátiles, los jueces franceses se han refugiado en la idea de una pérdida de chance para indemnizar a las víctimas incluyendo todas las pérdidas producidas, a fin de evitar ver sus sentencias anuladas por la Corte de Casación en virtud de la violación del principio de la reparación integral. Esto es consecuencia de la falta de precisión en la determinación de los daños.

<sup>713</sup> En el caso “*Regina Rubens*”, el Tribunal Correccional de París otorgó a cada accionista perjudicado un euro a título de daño moral. La Cámara de Apelaciones de París, por su parte, confirmó esa decisión respecto de los accionistas, pero concedió a la sociedad emisora de los títulos una indemnización de cien mil euros como reparación del daño a su crédito, es decir, por la pérdida de confianza de los accionistas y banqueros, revocando la sentencia de primera instancia que había rechazado este rubro.

<sup>714</sup> Así, por ejemplo, en el caso “*Comptoir des Entrepreneurs*” tanto el tribunal de primera instancia, como la Cámara de Apelaciones de París, consideraron reparable el daño moral, pero a título simbólico, mediante el otorgamiento de una indemnización de un euro. La Corte de Casación, en cambio, sostuvo que el delito de difusión de información falsa o engañosa causa un perjuicio directo a la sociedad afectada. En el caso *SIDEL*, sin embargo, la sociedad emisora recibió un euro de indemnización en reparación del daño causado a su imagen. Como se ve, la jurisprudencia es oscilante en este tema.

producido.

Como principio general, debe tenerse presente que, en Francia, a diferencia de lo que ocurre en nuestro país y en los Estados Unidos, por ejemplo, el método de cuantificación de los daños en materia de responsabilidad civil es una cuestión de hecho y no de derecho. El derecho francés carece de reglas precisas a ese respecto, contando solamente con principios generales. Los dos grandes principios que juegan en este campo son el de la reparación integral y el de la fecha a la que se evalúa el daño.

Como se dijo, la Corte de Casación francesa ha enunciado el principio de reparación integral utilizando al efecto diversas fórmulas. Por ejemplo, en un caso lo ha definido de la siguiente manera: “... *lo propio de la responsabilidad es establecer, tan exactamente como sea posible, el equilibrio destruido por el daño y de volver a colocar a la víctima, a costa del responsable, en la situación en que se encontraría si el acto dañoso no hubiera tenido lugar...*”<sup>715</sup>. Como ya se vio, este principio no tiene en Francia rango constitucional.

El principio de reparación integral, tal como lo entienden la doctrina y jurisprudencia francesas, comprende tres aspectos esenciales: la reparación debe ser evaluada de manera concreta por un tercero imparcial; debe ser igual, ni mayor, ni menor que el daño ocasionado, y la reparación debe excluir la porción eventualmente imputada a la víctima personalmente.

El principio de la reparación integral veda, por de pronto, toda indemnización tarifada (salvo casos especiales) o simbólica en la medida en que son inferiores al daño causado. Estas reglas se aplican también a los daños bursátiles.

Los jueces franceses son libres de elegir el método de estimación del daño, pero deben ordenar la indemnización de todo rubro componente del daño que presente las características requeridas para ser jurídicamente reparable y que haya sido reclamado. Sin embargo, la Corte de Casación no impone a los jueces explicitar en sus sentencias la

---

<sup>715</sup> Traducción del autor. Ver varios fallos, entre ellos, el sentenciado por la segunda sala civil el 4 de febrero de 1982, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?oldAction=rechJuriJudi&idTexte=JURITEXT000007073853&fastReqId=574256729&fastPos=15>.

forma en que calculan las indemnizaciones otorgadas, ni tampoco discriminar qué monto corresponde a cada rubro.

Se ha planteado también la cuestión de la imposición de indemnizaciones punitivas en el caso de infracciones bursátiles. El sentido de aquéllas surge cuando el autor del daño obtiene ganancias que serían superiores a la reparación integral de los daños causados. En estos casos, se ha propuesto en Francia conceder, además de la reparación integral, una suma adicional igual al monto de las ganancias obtenidas ilícitamente por el autor de la conducta dañosa. Sin embargo, esta excepción al principio de la reparación integral no ha sido receptada ni por los textos legales, ni por la jurisprudencia francesa.

En cuanto a la fecha a la que debe evaluarse el daño ocasionado, la Corte de Casación francesa ha sostenido que el daño debe estimarse al día más próximo al momento del pago de la indemnización, es decir, en la práctica, a la fecha de la sentencia<sup>716</sup>. Se trata de un corolario del principio de la reparación integral.

(i) Los modelos de evaluación del daño.

Como se vio, una correcta evaluación del daño resulta esencial para no incurrir en violaciones al principio de reparación integral, sea por defecto, dejando de indemnizar daños reparables, sea por exceso, indemnizando daños no reparables, especialmente pérdidas producidas por el álea bursátil que todo inversor debe asumir.

En tal sentido, una primera medida del daño a las condiciones en que se realiza una operación en los mercados viene dada por la variación de las cotizaciones del título al día en que la información errónea o engañosa es rectificada. Sin embargo, este parámetro resulta aproximativo pues, en primer lugar, el efecto de la infracción bursátil puede desdibujarse progresivamente como consecuencia de la publicación de otras informaciones que empujan las cotizaciones hacia su valor real. De ahí que pueda existir daño bursátil aun cuando la cotización no varíe al día de la rectificación formal de la información.

---

<sup>716</sup> Corte de Casación, sala civil segunda, 21 de marzo de 1983, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007010631>.

Asimismo, la variación en las cotizaciones al día de la revelación de la infracción bursátil se ve igualmente perturbada por la posible sobreacción de los mercados, lo que, a su vez, puede provocar los daños por sobreacción ya mencionados. En los Estados Unidos, la Ley sobre Litigios Privados sobre Valores (*Private Securities Litigation Reform Act*, PSLRA) ha tomado en cuenta esta cuestión y ha impuesto en determinadas condiciones la obligación de tomar el promedio de las cotizaciones durante los noventa días siguientes a la fecha de rectificación de la información como pauta para determinar el daño (la llamada “regla de la recuperación”, *bounce back rule*)<sup>717</sup>.

Finalmente, también debe tenerse en cuenta que la rectificación de la infracción bursátil puede consistir en una información de naturaleza diferente a la que originara dicha infracción<sup>718</sup>.

Dadas estas limitaciones, resulta necesario precisar con más rigor los parámetros de evaluación del daño bursátil.

En este sentido, resulta importante hacer notar que las cotizaciones en el mercado bursátil evolucionan reaccionando a la publicación de información relativa a los títulos financieros, pero también a información exógena, generalmente macroeconómica. El impacto de esta información exógena sobre las cotizaciones debe ser neutralizado a fin de determinar exclusivamente el efecto de la infracción bursátil y, por tanto, el valor real del título. Así, el efecto de la información falsa o engañosa o de la manipulación de las cotizaciones debe ser calculada no sólo a la fecha de la comisión de la infracción bursátil, sino durante todo el período en que dicho efecto se produce, normalmente hasta la rectificación de la información o la revelación de la infracción bursátil. La jurisprudencia

---

<sup>717</sup> Concretamente, la Sección 21.D.(e), de dicha ley, establece que la indemnización a ser otorgada a un actor (en el caso en que se pretenda una indemnización por referencia al valor de mercado de un título) no deberá exceder la diferencia entre el precio de compra o de venta pagado o recibido por el reclamante, según sea el caso, en relación con el título implicado y el precio promedio de dicho título durante los noventa días posteriores a la rectificación pública de la información. Se trata de una limitación a la indemnización a pagar.

<sup>718</sup> Normalmente las empresas no informan al público que una información anteriormente publicada es falsa o engañosa. Lo que suelen hacer es publicar información que contradice o completa esa información anterior.

francesa ha receptado este criterio<sup>719</sup>.

Para mejor comprender los métodos de evaluación del daño bursátil, debe recordarse que se entiende que en la cotización de un título influyen numerosos factores, entre ellos los resultados de la empresa, pasados, presentes y futuros, y su valor. La publicación de una información falsa modifica la apreciación que hacen los inversores sobre el patrimonio de la emisora o sobre su desempeño futuro y hace variar la cotización del título. Por su parte, la manipulación de cotizaciones induce a los inversores a error haciéndoles creer que su apreciación difiere ampliamente de la que hace el resto del mercado. En ambos casos, la rectificación de la infracción anulará su efecto sobre la cotización. De ahí que, para cuantificar el daño ocasionado, se evalúe el efecto de la rectificación de la infracción bursátil sobre las cotizaciones a la fecha en que finaliza el período de comisión de la infracción, y luego se extrapole esta evaluación para determinar el efecto de la infracción a una fecha anterior.

A tal fin, se han propuesto tres métodos: el de valor constante, el de valor proporcional, y el de valor indexado.

El primero reposa sobre la hipótesis de que durante todo el período de comisión de la infracción su efecto ha sido constantemente igual a la variación de las cotizaciones, a valores absolutos, al día de la revelación de la infracción bursátil<sup>720</sup>. Este método, por tanto, no toma en cuenta los efectos de otras informaciones publicadas durante dicho período. Una variación de este método, ampliamente utilizado en la jurisprudencia de los Estados Unidos, es el de valor real constante, que toma el precio del título al día de la rectificación de la información inexacta y lo considera como valor real del título durante todo el período de comisión de la infracción.

Este método tiene la ventaja de la simplicidad, pero resulta poco realista en parte por el principio del valor decreciente de la información. Este principio implica que, cuanto

---

<sup>719</sup> En el caso “Regina Rubens”, ya citado.

<sup>720</sup> Por ejemplo, si un inversor compra un título a \$ 100 durante el período en que una información errónea ha estado a disposición del público y luego, la rectificación de esa información hace caer la cotización a \$ 80, se toman los \$ 20 como el efecto de la información falsa durante todo el período en que la información falsa estuvo disponible en el mercado.

más se extienda el período en que la información errónea está disponible públicamente, menor será su efecto en la cotización del título como consecuencia de la publicación de otras informaciones<sup>721</sup>.

El segundo método supone que el porcentaje del precio del título financiero que resulta de la infracción bursátil no varía, siempre que no haya otras infracciones bursátiles o se rectifique la tomada como parámetro<sup>722</sup>. Este porcentaje normalmente se determina por referencia a la variación de la cotización al día de la revelación de la infracción bursátil, lo que resulta criticable en razón de que no toma en cuenta la sobre-reacción posible del mercado o las correcciones de la cotización ya incorporadas al valor del título como consecuencia de la difusión de otras informaciones<sup>723</sup>.

Finalmente, el método del valor indexado se basa en la hipótesis de que el valor exacto del título financiero evoluciona durante todo el período de comisión de la infracción en las mismas proporciones que un índice previamente seleccionado. El conocimiento de las evoluciones pasadas de este índice permite reconstruir, a partir de la cotización al día de la rectificación de la infracción bursátil, una cotización teórica del título. Una versión más rigurosa de este método consiste en seleccionar no ya un índice sino todas las variables pertinentes relacionadas con la evolución de la cotización. A partir del modelo así obtenido, es posible estimar estadísticamente el efecto de una información sobre las cotizaciones a una fecha determinada y deducir de allí el valor real del título financiero en ausencia de infracción bursátil.

Existen desde hace varios años otros modelos, diseñados sobre todo por la ciencia financiera norteamericana, más o menos perfeccionados.

Como conclusión, puede decirse que ninguno de los modelos reseñados puede tomarse como regla general de valuación del efecto de la infracción bursátil sobre las

---

<sup>721</sup> El Tribunal Comercio de Créteil, en el caso “Marionnaud”, ya citado, toma el método de valor constante para determinar la cuantía del daño.

<sup>722</sup> Por ejemplo, el inversor perjudicado afirma que su daño está ligado a una sobre-evaluación de las cotizaciones equivalente a un 50% del valor real del título. Es el método que utilizó la Cámara de Apelaciones de París en el caso penal “Marionnaud”, ya citado.

<sup>723</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 252 y ss.

cotizaciones. La elección de uno u otro dependerá de la naturaleza de la información falsa o engañosa, del efecto de otras informaciones publicadas durante el período de comisión de la infracción y de la posible existencia de otras infracciones bursátiles (por ejemplo, varias informaciones falsas o engañosas publicadas durante el período mencionado).

De todas maneras, parecería que, salvo casos muy simples o con períodos muy cortos de comisión de la infracción bursátil, el método del valor indexado resultaría el más satisfactorio, dado que los otros dos modelos analizados reposan sobre hipótesis poco realistas<sup>724</sup>.

(H) El nexo de causalidad entre la conducta dañosa y el daño.

(i) Los daños a las condiciones de negociación.

Para demostrar la relación de causalidad entre la infracción bursátil por información errónea o engañosa o por manipulación del mercado y los daños a las condiciones en que se efectúa una operación bursátil, al inversor le bastará demostrar el efecto en la cotización del título implicado a la fecha en la que ha ejecutado su orden de negociación. El hecho de que sólo se exija a la víctima la prueba de este simple nexo de causalidad es consecuencia del derecho de los inversores a confiar en la integridad del mercado, como así también de la misma naturaleza del daño que afecta no a la decisión de invertir en sí (en cuyo caso el perjudicado debería demostrar el efecto de la conducta dañosa en dicha decisión), sino a las condiciones en que se realiza la operación. Esta modalidad de nexo causal ha sido receptada por cierta jurisprudencia francesa<sup>725</sup>. En este sentido, entiendo que el autor de la conducta dañosa no podría exonerarse de responsabilidad demostrando que el inversor afectado no hubiera modificado su comportamiento si hubiera tenido conocimiento de dicha conducta. Ello, que podría aplicarse a un simple caso de transferencia bilateral de títulos<sup>726</sup>, implicaría desconocer

---

<sup>724</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 254. Es claro que para aplicar estos métodos financieros de evaluación de daños el juez necesita recurrir a peritos financieros. En igual sentido, Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, págs. 204 y ss.

<sup>725</sup> En el caso “Regina Rubens”, ya citado, el Tribunal Correccional de París sostuvo que la disimulación de ciertas irregularidades contables por parte de la sociedad emisora tuvo una influencia determinante en el precio de las acciones.

<sup>726</sup> En un contrato bilateral de transferencia de títulos, la información falsa o engañosa suministrada



las ya mencionadas características de los mercados actuales en los que el precio de los títulos está determinado por la confrontación colectiva de órdenes emitidas por los inversores, quienes aceptan este modo de fijación de precio por parte del sistema en razón de su confianza en el buen funcionamiento del mercado.

(ii) Los daños a la decisión de inversión.

En el caso de los daños a la decisión de inversión, la cuestión es un poco más ardua dado el carácter subjetivo de este tipo de daños. En principio, el inversor que reclame estos daños debería demostrar que la información falsa o engañosa, o que la manipulación del mercado, han tenido un carácter determinante sobre su decisión de invertir o de abstenerse de hacerlo. A falta de tal prueba, el inversor debería demostrar al menos que dicha conducta dañosa ha tenido una influencia significativa en su decisión<sup>727</sup>.

Para establecer que la conducta dañosa ha sido determinante en la decisión de inversión pueden adoptarse dos criterios: el de la apreciación en abstracto o el de la apreciación en concreto. El primer caso resulta más favorable a la víctima, pues a ésta le basta con acreditar que la conducta habría sido determinante para cualquier inversor razonable.

Sin embargo, la jurisprudencia francesa ha preferido retener el criterio de la apreciación en concreto. En el caso “Eurodirect Marketing”, ya citado, la Cámara de Apelaciones de Colmar tomó en cuenta diversos elementos para establecer que la difusión de cierta información falsa había sido determinante de la decisión del inversor de adquirir ciertas acciones: su experiencia en los mercados bursátiles, la amplitud de sus adquisiciones de títulos y, sobre todo, su solicitud a la sociedad emisora de determinados documentos a fin de confirmar la información publicada, lo que revelaba su interés en

---

por el vendedor al comprador que afecte el precio de compra, por ejemplo, podría dar lugar directamente a la resolución del contrato, es decir, tendría un efecto directo sobre la voluntad del comprador, no simplemente sobre las modalidades de contratación.

<sup>727</sup> Es lo que varios fallos franceses han ordenado indemnizar bajo el título de una pérdida de la chance de tomar una decisión libre de inversión, denominada por algunos autores como pérdida de la chance atenuada para diferenciarla de la pérdida de la chance de realizar otras transacciones, lo que ha sido criticado por violar el principio de la reparación integral al conceder indemnizaciones por sumas menores (cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 255, nota 147).

dicha información.

Otros fallos no han sido tan claros a la hora de adoptar un criterio<sup>728</sup>.

Por otro lado, cuando la influencia determinante de la conducta lesiva en la decisión de inversión no ha podido ser demostrada, una parte del daño sufrido por el inversor puede ser indemnizado como una pérdida de chance a condición de que el perjudicado demuestre al menos la influencia significativa de dicha conducta sobre su decisión<sup>729</sup>. En este caso, la reparación sería calculada sólo en base a la chance perdida de tomar una decisión libre de influencias artificiales<sup>730</sup>.

La reparación como pérdida de chance ha sido sostenida también cuando el inversor alega no haber podido realizar una transacción determinada a causa de la conducta dañosa. En el caso “Flammarion”, ya citado, la Cámara de Apelaciones de París juzgó el caso de un accionista que había transferido sus acciones sobre la base de una información engañosa determinante. El tribunal entendió que dicho accionista podría haber tenido un 88% de probabilidades de transferir sus títulos cinco días más tarde y decidió reparar ese daño como una pérdida de chance<sup>731</sup>. Se ha criticado esta solución dado que el recurso a la reparación como una pérdida de chance debe estar limitada sólo a las situaciones en las que la conducta dañosa ha tenido una influencia significativa en la decisión del inversor, siendo considerada la evolución posterior de las cotizaciones como un simple dato. En las demás situaciones, el nexo de causalidad entre la conducta y el daño, bajo la forma de un lucro cesante cierto, podría establecerse sin que sea

---

<sup>728</sup> Por ejemplo, en el caso “Flammarion”, ya citado.

<sup>729</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 274.

<sup>730</sup> Magnier, Véronique, “*Information boursière...*”, pág. 558.

<sup>731</sup> La Cámara tomó ese porcentaje de 88% como parámetro para evaluar el daño, el que quedó cuantificado como el 88% de la diferencia entre el precio de transferencia efectivamente cobrado y la cotización del título cinco días después. En un caso reciente, la Cámara de Apelaciones de Paris decidió indemnizar a ciertos accionistas por la pérdida de chance resultante de no haber podido vender sus acciones de manera informada (se trataba de un caso de información falsa difundida por los administradores de la sociedad que hizo bajas las cotizaciones). El tribunal estimó que el daño era equivalente al 40% de la última cotización de los títulos (fallo del 20-01-2022, No. 20/04801).

necesario invocar una chance perdida para reducir la indemnización<sup>732</sup>.

De todas maneras, tratándose de un daño con elementos subjetivos (la decisión de invertir o no), frecuentemente la prueba del nexo de causalidad resulta dificultosa. En el caso de una abstención de operar la prueba es casi diabólica. Ello ha llevado a la jurisprudencia francesa a cierta flexibilidad a la hora de exigir tal prueba<sup>733</sup>.

De ahí que sea más sencillo (aun cuando los montos de la reparación sean menores) acreditar la existencia de un daño a las condiciones de negociación, más que a la decisión de inversión en sí.

Ahora bien, debe tenerse presente que sólo los daños que tengan una relación de causalidad directa con la conducta dañosa pueden ser reparados. Así, el artículo 1231-4, del Código Civil francés (referido a la responsabilidad contractual pero extendida su aplicación por la doctrina y la jurisprudencia al campo extracontractual) establece que aún en caso de dolo “... *los daños y perjuicios sólo deben comprender los que son consecuencia inmediata y directa del incumplimiento*”<sup>734</sup>.

La jurisprudencia francesa no siempre ha adoptado un criterio tan restrictivo, aunque no ha consagrado explícitamente la exigencia de una relación de causalidad directa. De ahí que la doctrina ha sostenido que sólo los daños que la conducta dañosa puede razonablemente explicar constituyen daños reparables<sup>735</sup>. Más allá del criterio que se adopte, existe consenso en no admitir cualquier consecuencia negativa de una conducta dañosa como daño reparable.

En cuanto a la extensión del daño, y a diferencia de los daños a las condiciones de la negociación, el inversor perjudicado puede reclamar no solamente el daño a dichas

---

<sup>732</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 274. Sin embargo, la jurisprudencia francesa no ha receptado en ningún caso el lucro cesante como daño reparable, generalmente por no poder ser acreditado.

<sup>733</sup> Ver, por ejemplo, la decisión del Tribunal Correccional de París en el caso “*Société Générale de Fonderie*”, ya citado.

<sup>734</sup> Traducción del autor.

<sup>735</sup> Cfr. Viney, Geneviève, Jourdain, Patrice, y Ghestin, Jacques, “*Traité de Droit Civil*”, Tomo 2, “*Les conditions...*”, pág. 204.

condiciones, sino también las pérdidas resultantes del álea bursátil. Por ejemplo, si un inversor demuestra que la infracción bursátil ha sido determinante en su decisión de adquirir un título, puede considerar que su daño está constituido por el sobreprecio de compra pagado y por las pérdidas que pudiera haber sufrido como consecuencia de la baja de las cotizaciones, cualquier sea su causa, pues, en ausencia de la infracción bursátil, no hubiera adquirido el título y no hubiera sufrido dichas pérdidas. Así lo ha sostenido, bien que implícitamente, la jurisprudencia francesa<sup>736</sup>.

En todo caso, es claro que estos daños a la decisión de inversión no deberían incluir, ni siquiera parcialmente, el álea bursátil, amén de que reparar a los inversores por la totalidad de su inversión puede terminar en montos exorbitantes. De ahí que algunos autores sostengan que debería tomarse un criterio restrictivo con estos daños, reparando sólo los que tengan una relación de causalidad directa con la conducta dañosa<sup>737</sup>. La jurisprudencia francesa ha tendido a abusar del recurso a indemnizar los daños como una pérdida de la chance de operar libremente, pues ello facilita la valuación de los daños y no requiere una demostración estricta del nexo de causalidad. Ello ha dado lugar, según algunos autores, a indemnizaciones arbitrarias<sup>738</sup>.

En algunos países, como Alemania o Inglaterra, se han soslayado las dificultades que presenta la acreditación del nexo de causalidad estableciendo una norma legal

---

<sup>736</sup> Caso “Comptoir des Entrepreneurs”, ya citado, en que la Cámara de Apelaciones de París indemnizó a ciertos accionistas por el total de su inversión (no sólo por los sobreprecios pagados). Sin embargo, en el caso “Regina Rubens”, también citado, la misma sala de la Cámara de Apelaciones de París sostuvo que las infracciones bursátiles de la sociedad emisora tuvieron por fin enmascarar las importantes pérdidas registradas, pero no han sido la causa directa de esas pérdidas, las que resultan de factores económicos o coyunturales. Así, otorgó reparación con base en una pérdida de chance. En el caso “Marionnaud”, penal, ya mencionado, la Cámara indemnizó un daño a la decisión de inversión bajo la forma de una pérdida de chance y rechazó tomar en cuenta el álea bursátil. Sostuvo que el daño directo y personal sufrido por los accionistas debe analizarse como una pérdida de la chance de tomar decisiones correctamente informadas conforme a sus intereses y no debe confundirse con la suma de las pérdidas experimentadas como consecuencia de la reventa de los títulos, en razón del álea propia a toda inversión bursátil. Es la tendencia que parece prevalecer actualmente en la jurisprudencia francesa.

<sup>737</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 278.

<sup>738</sup> *Ibidem*.

específica de presunción del nexo causal<sup>739</sup>.

(I) Los daños por operaciones con información privilegiada.

En Francia no existen precedentes jurisprudenciales en relación con daños sufridos por inversores como consecuencia de operaciones con información privilegiada, aunque la sala criminal de la Corte de Casación ha reconocido que el delito de operaciones con información privilegiada es susceptible de causar un perjuicio personal directo a los accionistas<sup>740</sup>.

Aunque en teoría puede sustentarse un mecanismo de reparación de estos daños, en la práctica sus condiciones de reparabilidad aparecen, en el estado actual de la doctrina francesa, inciertas.

De todas maneras, no estando propiamente dentro del campo de investigación de esta tesis, su estudio no será efectuado aquí<sup>741</sup>.

4.- La responsabilidad de las sociedades emisoras y sus administradores.

(A) Las sociedades emisoras.

Como se dijo, las sociedades emisoras de títulos admitidos a negociación en un mercado regulado tienen a su cargo, además de las obligaciones relacionadas con el prospecto o el mercado primario del título, el deber de suministrar información suplementaria en forma periódica al mercado. Se trata de brindar información sobre la vida de la sociedad de manera permanente y periódica. Estas obligaciones tienen

---

<sup>739</sup> Cfr. Sheykova, Véronika, “*L’indemnisation...*”, No. 518. La existencia de esta presunción legal no está exenta de críticas, pues implica transferir al emisor de la información no solamente el riesgo inherente a la misma, si no también, al menos en cierta medida, el denominado “álea bursátil”, es decir, el riesgo intrínseco a cualquier operación en los mercados financieros que existe más allá del carácter defectuoso de la información suministrada y que, en principio, debería ser soportado por cada inversor si no se quiere perturbar el funcionamiento normal del mercado (cfr. Prorok, Johan, “*La responsabilité civile...*”, pág. 63).

<sup>740</sup> Fallo del 11 de diciembre de 2002, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007070707>.

<sup>741</sup> Para un análisis de estos daños, puede verse Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, págs. 281 y ss.

importantes consecuencias sobre la responsabilidad civil de estos entes, pues, en primer lugar, aumentan fuertemente el riesgo de difundir una información que puede revelarse luego como falsa o engañosa. Se trata de un riesgo que la ley pone en cabeza de estos sujetos con el fin de asegurar una correcta difusión al público de toda la información disponible.

Asimismo, las emisoras tienen el deber de asegurar la calidad de la información que difunden al mercado. En derecho francés, este deber surge, en primer lugar, del artículo L 123-14, del Código de Comercio, que exige que los estados financieros anuales deben ser regulares, sinceros y dar una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y del resultado de la empresa<sup>742</sup>. Por otro lado, al artículo 223-1, del Reglamento General de la AMF, exige que la información brindada al público por la emisora sea exacta, precisa y sincera<sup>743</sup>.

Se ha planteado la cuestión de si una sociedad emisora tiene el deber de velar por la exactitud de la información difundida por un tercero en relación con ella misma o el título que ha emitido. Si bien, la AMF ha aconsejado a las emisoras corregir la información financiera errónea difundida por terceros de la que tengan conocimiento<sup>744</sup>, no existe obligación legal en tal sentido, salvo en caso de información ambigua emitida por la misma emisora<sup>745</sup>.

Finalmente, las sociedades emisoras tienen también el deber de garantizar la igualdad de acceso a la información publicada para todos los inversores. Así lo establece el artículo 223-10-1, del Reglamento General de la AMF, que exige a toda emisora

---

<sup>742</sup> “*Les comptes annuels doivent être réguliers, sincères et donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise.*”

<sup>743</sup> “*L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère*”. La jurisprudencia francesa ha tenido ocasión de sostener la responsabilidad civil de un administrador por omisión voluntaria de elementos determinantes en la difusión de información financiera (Caso “Gaudriot”, ya citado).

<sup>744</sup> Boletín de la *Commission des Opérations des Bourses* (COB, antecesora de la AMF), No. 243, febrero de 2000, págs. 45 y ss.

<sup>745</sup> Cámara de Apelaciones de París, Primera Sala, 11-01-2000, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000006935745>.

asegurar un acceso igual y en los mismos plazos a las fuentes y canales de información que dicha emisora y sus administradores ponen específicamente a disposición de los analistas financieros, en particular con ocasión de operaciones financieras.

En relación con la manipulación de precios, el derecho francés prevé la posibilidad de proteger a las emisoras del riesgo de incurrir en una infracción bursátil. En este sentido, el Reglamento (UE) No. 596/2014 establece que las operaciones de una emisora sobre sus propios títulos, como así también la recompra de esos títulos, se encuentran exentas, en determinadas circunstancias, de las prohibiciones de operar con información privilegiada y de la manipulación del mercado (artículo 5).

La jurisprudencia francesa ha desarrollado otras causas de exoneración de responsabilidad en el caso de sociedades emisoras. Así, en el caso “Flammarion”, ya citado, la Cámara de Apelaciones de París dejó entrever que una sociedad emisora podía ampararse en necesidades inmediatas para difundir determinada información al público tardíamente, fuera de los plazos legalmente previstos. En el mismo caso, el tribunal consideró también el argumento de la sociedad emisora que justificaba la publicación tardía de la información en que siempre en el pasado había difundido información a una fecha precisa, de manera que el sólo hecho de retardar la información era en sí un dato para los inversores. La Cámara rechazó el argumento sólo por falta de prueba, pero no por improcedente.

Por otro lado, en el caso “Eurodirect Marketing” la Cámara de Apelaciones de Colmar decidió a favor de la responsabilidad de una sociedad emisora, rechazando la defensa alegada por ésta sobre la provisionalidad de la información difundida. El tribunal afirmó que dicho carácter provisional no constituye una causal de exoneración de responsabilidad, si bien dejó entrever que, si en el comunicado respectivo se hacía una clara referencia a esa provisionalidad, podría alegarse ésta como defensa<sup>746</sup>.

Ahora bien, las condiciones en que puede atribuirse responsabilidad civil a una

---

<sup>746</sup> Cámara de Apelaciones de Colmar, fallo del 14 de octubre de 2003, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000006943092>. En derecho norteamericano, en cambio, la difusión de previsiones económicas (información netamente provisional), bajo ciertas condiciones, se presume hecha de buena fe y exime de responsabilidad a la sociedad emisora (Cfr. Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, págs. 96 y ss.).

sociedad emisora son las mismas que para cualquier sociedad que incurre en una infracción bursátil. Dicha responsabilidad no está subordinada a la prueba de una responsabilidad personal del órgano de administración, cuya actuación ha provocado el daño, en la medida en que dicho órgano no es sino un medio de manifestar la voluntad social.

Asimismo, para analizar la responsabilidad de las sociedades emisoras es menester confrontar el régimen común de la responsabilidad civil con el que surge del derecho societario. Así, se plantea en primer lugar la cuestión de si el daño bursátil es (y, si lo es, en qué medida) un perjuicio a la sociedad o un perjuicio personal a sus accionistas inversores. Es claro que, para poder iniciar acciones de responsabilidad contra la sociedad, los accionistas deberán demostrar que dicho daño es personal y no social. El problema no es baladí, puesto que la infracción bursátil cometida por un administrador social puede tener como consecuencia la disminución del patrimonio de la sociedad, sea por reducir sus activos, sea por aumentar sus pasivos. Las cotizaciones de las acciones de una sociedad no son sino una evaluación que hacen los inversores de su valor económico. Si la conducta de un administrador social empobrece el patrimonio de la sociedad, dicha infracción bursátil hace inmediatamente bajar la cotización de sus acciones. Un accionista podría verse tentado de concluir que tal baja de precio de los títulos que posee le causa un perjuicio personal. Sin embargo, ese daño no es más que el reflejo del daño sufrido en el patrimonio social por la sociedad. Si el daño social es idéntico al daño individual, sólo la sociedad tendrá derecho a accionar contra el administrador que haya realizado la conducta dañosa. Se trata en estos casos de un daño sufrido por la colectividad de accionistas y éstos lo experimentan en tanto miembros de esa colectividad y por repercusión<sup>747</sup>.

De todas maneras, debe tenerse presente que si el daño es sufrido por todos los accionistas ello no implica automáticamente que el daño sea social y no individual de aquéllos<sup>748</sup>.

---

<sup>747</sup> Planiol, Marcel y Ripert, Georges, *Traité théorique et pratique de droit civil français*, Ed. P. Esmein, Librairie Générale de droit et jurisprudence, Paris, 1952, Tomo 6, Obligaciones, Primera Parte, pág. 927.

<sup>748</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, *Les préjudices...*, págs. 179 y ss.



Ahora bien, es importante determinar cuándo un daño bursátil provoca un daño personal e individual a los accionistas que le permitan accionar contra la sociedad. En este sentido, es útil recordar que el daño bursátil es aquél que sufre una persona que posee un título financiero como consecuencia de una afectación al buen funcionamiento del mercado. Éste constituye un mecanismo de determinación del precio de los títulos que en él se negocian a partir de la información disponible sobre las sociedades emisoras y sus patrimonios. Por tanto, el patrimonio social es el origen de las cotizaciones y no su consecuencia. De ahí que el daño causado por una infracción bursátil no afecta directamente al patrimonio social, sino a su reflejo, siempre imperfecto, que es el mercado. En consecuencia, y en principio, el daño bursátil no es sufrido por la sociedad cuyo patrimonio resulta inalterado, sino que es personal de cada accionista, en tanto titulares de partes del patrimonio neto social.

El análisis de la tipología de los daños bursátiles permite confirmar esta afirmación. En efecto, en el caso de daños causados por información falsa o engañosa, no se ve alterado el patrimonio de la sociedad a que se refiere dicha información por el hecho de ser esta falsa o engañosa. Lo que hace es modificar sin razón objetiva, es decir, de manera artificial, la percepción que los inversores tienen de ese patrimonio. Esta posición es la de la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia francesas.

Así, en el caso “Regina Rubens”, el Tribunal Correccional de París afirmó que la difusión al público de información falsa o engañosa puede dar lugar a la reparación de un perjuicio personal del accionista, contrariamente al delito de abuso de bienes sociales<sup>749</sup>.

Lo mismo puede decirse de los daños causados por manipulación de cotizaciones

---

<sup>749</sup> Sala 11, fallo del 22 de enero de 2007, citado por Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 181, nota 61. En igual sentido, Tribunal Correccional de Paris, Sala 11, fallo del 9 de julio de 2008, “*Marionnaud Parfumeries*” (para la acción penal), y Tribunal de Comercio de Créteil, Sala 2, fallo del 19 de enero de 2010, “*Marionnaud Parfumeries*” (para la acción civil), así como el caso “*Gaudriot*”, ya citado. La sala comercial de la Corte de Casación francesa revocó la sentencia de la Cámara de Apelaciones de París, pero no se pronunció sobre este punto por no ser motivo de agravio (fallo del 6 de mayo de 2014, disponible en línea en <http://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?oldAction=rechJuriJudi&idTexte=JURITEXT000029026879&fastReqId=596729199&fastPos=1>).

o por la intención de perturbar el buen funcionamiento de los mercados.

Más complejo es el caso de los daños causados por operaciones con información privilegiada, pues en este caso la información es exacta y precisa y tiene efectos también en las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, la jurisprudencia ha entendido que incluso en este caso el daño repercute en el accionista de manera personal y no en el patrimonio social. Ello así por cuanto el daño no deriva de la posible variación del activo neto de dicho patrimonio, sino de la ruptura de la igualdad de acceso a la información. La operación con información privilegiada anticipa ilegalmente la evolución del patrimonio social, pero en principio no lo afecta. Si ello ocurre, es por la información privilegiada en sí misma y no por la operación realizada<sup>750</sup>.

Lo dicho no excluye naturalmente que pueda existir un daño al patrimonio social por la alteración artificial de las cotizaciones, sea un perjuicio moral por la pérdida de reputación de la sociedad, sea uno material por haber perdido la chance de realizar una operación de financiamiento en el mercado a consecuencia de la baja artificial de las cotizaciones<sup>751</sup>.

Una última cuestión que se plantea es la naturaleza de la acción de responsabilidad contra la sociedad emisora: ¿su fundamento es contractual o delictual? Si quien acciona es un tercero, es claro que se aplicarán las disposiciones del artículo 1240 y siguientes, del Código Civil francés (responsabilidad delictual o extracontractual). En el caso de un accionista, se ha debatido en Francia, como en otras partes del mundo, la naturaleza de la acción contra la sociedad entre los partidarios de la teoría del contrato social y de los de la sociedad como institución (de fuerte arraigo en Francia). El problema, sin embargo, es más teórico que práctico pues resulta admitido por la doctrina y la jurisprudencia francesas que los accionistas que accionan por responsabilidad civil contra la sociedad de

---

<sup>750</sup> Corte de Casación, sala criminal, fallo del 11 de diciembre de 2002, caso “Immobail”, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007070707>.

<sup>751</sup> Un mismo hecho puede, entonces, dar lugar a dos tipos de acciones: la social, por el perjuicio sufrido por la sociedad y la individual por el daño causado a los accionistas. Es lo que ocurrió en el caso “*Comptoir des Entrepreneurs*”, fallo del 17 de diciembre de 1997, emitido por el Tribunal Correccional de París, sala 11, citado por Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 184, nota 67.

la que son miembros deben acreditar la conducta dañosa realizada por sus administradores, sin poder limitarse a invocar la violación de una obligación emergente del contrato social<sup>752</sup>.

(B) La responsabilidad civil de los administradores.

La responsabilidad de los administradores de una emisora de títulos financieros se encuentra establecida en los artículos L. 225-249 a L. 225-257, del Código de Comercio francés. Estas normas establecen que los administradores (sea el órgano individual o plural), los miembros del directorio y el director general son responsables individual o solidariamente, según el caso, hacia la sociedad o los terceros por violaciones de la ley o de los estatutos o por incumplimientos cometidos durante su gestión (artículo L. 225-251). Esta responsabilidad es a título personal, no recae sobre el órgano mismo.

Si varios administradores o éstos y el director general han cooperado en los mismos hechos, el juez determinará la parte que corresponde a cada uno en la reparación del daño (artículo L. 225-251)<sup>753</sup>. Los miembros del consejo de vigilancia son responsables de los incumplimientos personales cometidos en la ejecución de su mandato, pero no incurrir en responsabilidad en relación con actos de gestión o los resultados económicos de la sociedad. Pueden ser declarados responsables civilmente por los delitos cometidos por los miembros del directorio si, teniendo conocimiento de ellos, no los han denunciado a la asamblea de accionistas (artículo L. 225-257).

Como se desprende del artículo L. 225-251, del Código de Comercio, ya citado, pueden demandar por responsabilidad civil a los administradores tanto la sociedad, como los terceros, sin mencionar expresamente a los accionistas. En este sentido, normalmente la sociedad acciona contra sus dirigentes cuando ella misma ha sido condenada a reparar el perjuicio causado a terceros por incumplimientos de aquéllos (acción llamada de regreso en derecho francés<sup>754</sup>). Naturalmente, también tiene acción directa contra sus

---

<sup>752</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 184 y ss.

<sup>753</sup> No existe la solidaridad en la responsabilidad como regla, pues los administradores pueden responder individual o solidariamente, según el caso, conforme lo establece el primer párrafo del artículo L. 225-251.

<sup>754</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 188.

administradores en cualquier caso que exista perjuicio a su patrimonio. Estas acciones pueden ser ejercidas por la propia sociedad, a través de sus órganos sociales, o por los accionistas en nombre y por cuenta de ella (acción *ut singuli*). La jurisprudencia francesa ha determinado que el accionista pierde su derecho a ejercer esta acción desde el momento en que transfiere la totalidad de sus acciones, incluso si al momento de accionar no lo había hecho<sup>755</sup>.

En relación con los terceros, éstos podrán solicitar la reparación del daño a ellos causado demostrando la existencia de la conducta dañosa (el incumplimiento), el daño reparable y el nexo de causalidad entre ambos. Se trata en este caso de una responsabilidad delictual o extracontractual. El artículo L. 225-251, del Código de Comercio, prevé tres conductas que generan responsabilidad civil: la violación de la ley, la de los estatutos sociales y los incumplimientos cometidos por los administradores en su gestión. Estas conductas deben apreciarse en abstracto, por referencia a la conducta de un administrador prudente, diligente y activo<sup>756</sup>.

Al aplicarse estas conductas al campo de las infracciones bursátiles, puede mencionarse que un incumplimiento bursátil por violación del estatuto se dará raras veces. Normalmente, las normas legales sobre buen funcionamiento de los mercados y los deberes de información no se encuentran reproducidas en los estatutos.

Distinto es el caso de la violación de la ley, conducta en la que usualmente encuadrarán las infracciones bursátiles.

La tercera categoría se refiere a los incumplimientos en la gestión de los administradores, lo que ha dado lugar en Francia a una jurisprudencia abundante. Puede tratarse de un acto voluntario imprudente, negligente o doloso. No es necesario acreditar la intención del autor del incumplimiento. Haciendo una interpretación extensiva, la jurisprudencia ha considerado a las infracciones bursátiles como incluidas también en esta categoría. Se ha considerado, por ejemplo, que la difusión de información por los

---

<sup>755</sup> Corte de Casación, sala comercial, fallo del 26 de enero de 1970, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000006981755>.

<sup>756</sup> Cfr. Guyon, Yves, “*Droit des affaires*”, Ediciones Económica, Paris, 1992, Tomo 1, págs. 502 y ss.

administradores es un acto de gestión de la sociedad, aunque no exista ninguna obligación legal a su respecto<sup>757</sup>.

La jurisprudencia francesa ha interpretado que, además de las condiciones ya mencionadas para comprometer la responsabilidad civil de los administradores, debe también demostrarse, en determinadas situaciones, que el incumplimiento del administrador ha sido “separable de sus funciones”. Este requisito se exige sólo en las acciones intentadas por terceros, no por la sociedad. Su fundamento radica en que los errores o riesgos normales de la actividad social no pueden ser achacados a los administradores. Usualmente, el dirigente actuará en nombre y por cuenta de la sociedad. Sólo cuando el incumplimiento sea separable de sus funciones, es decir, de su gestión ordinaria de los negocios sociales, los terceros pueden accionar de manera directa contra él. La cuestión que inmediatamente se planteó en Francia es si puede considerarse a los accionistas como terceros para accionar contra los administradores o si, por el contrario, debe entenderse que la sociedad no se interpone entre ambos<sup>758</sup>.

La Cámara de Apelaciones de Versalles, en un fallo ya citado, ha sostenido, con fundamento en la teoría de la institución, que la sociedad es una persona diferente de sus accionistas y que éstos deben ser considerados terceros en relación con los actos de sus administradores. Otros autores critican esta postura y sostienen que los accionistas no deben demostrar que el incumplimiento de los administradores resulta separable de las funciones de éstos, pues deben ser tratados como la misma sociedad. La Corte de Casación francesa ha reconocido, si bien implícitamente, esta interpretación<sup>759</sup>. En casos específicos relacionados con infracciones bursátiles, los primeros fallos intentaron

---

<sup>757</sup> Cámara de Apelaciones de Versalles, fallo del 17 de enero de 2002, citado por Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 190, nota 88. En igual sentido, caso “Marionnaud”, resuelto por el Tribunal de Comercio de Créteil, ya citado.

<sup>758</sup> En este sentido, debe tenerse presente que la jurisprudencia francesa ha establecido que la acción de responsabilidad de los accionistas sólo puede intentarse con fundamento en los artículos ya mencionados del Código de Comercio, quedando excluida la aplicación del régimen común de responsabilidad civil (cfr. Corte de Casación, sala comercial, fallo del 13 de junio de 1995, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007620627>).

<sup>759</sup> Sala comercial, fallo del 15 de enero de 2002, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007433551>.

determinar la existencia de un incumplimiento separable de la gestión de los administradores en relación con los accionistas<sup>760</sup>. Sin embargo, la Corte de Casación, en el caso “Gaudriot” ya citado, sostuvo que la responsabilidad de los administradores en relación con los accionistas que buscan la reparación de los daños personalmente sufridos no se encuentra sometida a la condición de que los incumplimientos imputados a los administradores hayan sido intencionales, de una especial gravedad o incompatibles con el ejercicio normal de las funciones sociales. Esta postura naturalmente agrava la responsabilidad civil de los administradores hacia los accionistas.

De todas maneras, resulta importante determinar qué se entiende por incumplimiento separable de la gestión pues ese requisito sigue siendo exigido a los terceros no accionistas. En este sentido, la Corte de Casación lo ha definido de la siguiente manera:

*“La responsabilidad personal del administrador hacia un tercero sólo puede ser sostenida si aquél ha cometido un incumplimiento separable de sus funciones; lo cual ocurre cuando el administrador comete intencionalmente un incumplimiento de una particular gravedad incompatible con el ejercicio normal de las funciones sociales”*<sup>761</sup>.

Ahora bien, es menester analizar si las infracciones bursátiles pueden encuadrar en esta definición.

En primer lugar, ya se ha visto que no en todas las infracciones bursátiles se requiere de una intención dolosa de causar daño. De ahí que debe establecerse caso por caso si el administrador tuvo la certeza de que su accionar deliberado podría causar un daño.

El segundo requisito, el de la gravedad del incumplimiento, se trata, según la doctrina francesa, de una culpa mayor que la culpa grave, aunque menor que la inexcusable. Las infracciones bursátiles, en cambio, pueden tener una gravedad muy variable: desde la mera imprudencia al difundir una información hasta la comisión de un

---

<sup>760</sup> Por ejemplo, en el caso “Flammarion” ya citado.

<sup>761</sup> Sala comercial, fallo del 20 de mayo de 2003, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007047369>. Traducción del autor.

delito penal. De ahí que no pueda decirse que dichas infracciones sean siempre de una particular gravedad.

Finalmente, debe establecerse si las infracciones bursátiles son incompatibles con el ejercicio regular de las funciones sociales. Parte de la doctrina afirma que este criterio se confunde con los dos anteriores, pues un incumplimiento intencional y grave siempre será incompatible con la gestión ordinaria<sup>762</sup>. No obstante ello, otros autores entienden que, dado que las infracciones bursátiles no encuadran siempre en los dos primeros criterios y el tercero no es sino la combinación de ellos, tampoco puede afirmarse definitivamente que este tercer criterio siempre estará presente<sup>763</sup>.

En definitiva, las infracciones bursátiles no presentan necesariamente el carácter de actos separables de la gestión de la sociedad tal como lo define la Corte de Casación francesa. Algunas sí lo harán y otras no<sup>764</sup>. De ahí la importancia que reviste el fallo de la Corte de Casación en el caso “Gaudriot” antes citado en la medida en que descarta expresamente la necesidad de acreditar el incumplimiento separable de la gestión en el caso de los accionistas. Esta posición también es sostenida por la sala criminal de la Corte de Casación<sup>765</sup>.

La necesidad de demostrar la existencia de un incumplimiento separable de la gestión en el caso de terceros no accionistas se mantiene, lo que ha dado lugar a críticas

---

<sup>762</sup> Cfr. Cozian, Maurice, Viandier, Alain y Deboissy, Florence, “*Droit des sociétés*”, Ed. Litec, París, 2007, págs. 139 y ss.

<sup>763</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 196.

<sup>764</sup> En el caso “Flammarion” ya citado, por ejemplo, la Cámara de Apelación de París rechazó la responsabilidad de un administrador precisamente por no haberse acreditado que el incumplimiento a él imputado era separable de la gestión normal de los negocios sociales. En caso de infracciones bursátiles que constituyan, además, delitos penales, la sala comercial de la Corte de Casación ha sostenido que necesariamente constituyen incumplimientos separables del ejercicio normal de los negocios sociales (fallo del 9 de diciembre de 2014, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000029908307>).

<sup>765</sup> Fallo del 19 de febrero de 2003, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000007605830>.

por parte de la doctrina y a proyectos de reforma<sup>766</sup>.

Desde el punto de vista de las consecuencias de las sentencias por responsabilidad civil, y dada la posible existencia de numerosas víctimas, existe un riesgo de insolvencia de los administradores condenados a pagar indemnizaciones potencialmente cuantiosas, las que, en el caso francés, han alcanzado cifras de casi dos millones de euros, sin contar intereses y costas.

Esto lleva a considerar otra consecuencia de las indemnizaciones: la posible transferencia de la carga financiera de estos montos a la propia sociedad emisora por la existencia de seguros de responsabilidad civil, por ejemplo, cuyas primas terminan siendo pagadas por la sociedad, más allá de la pérdida de reputación que pueden sufrir los administradores por las faltas cometidas<sup>767</sup>.

Estos efectos económicos de las sentencias de responsabilidad civil no son, sin embargo, tenidas en cuenta por los tribunales franceses a la hora de evaluar los daños sufridos por los inversores.

#### 5.- Aspectos procesales.

Además de haber estudiado el régimen de fondo de la responsabilidad civil en Francia, resulta importante tener en cuenta los aspectos procesales de las respectivas acciones de responsabilidad, especialmente las dificultades que se plantean a la hora de efectivizar el derecho a la reparación.

En tal sentido, en Francia existen dos posibilidades de accionar judicialmente por daños y perjuicios: actuar luego de una sanción administrativa impuesta por la AMF o actuar judicialmente de manera independiente. A su vez, las vías judiciales pueden ser dos: la constitución como parte civil en un proceso penal por delitos bursátiles o la demanda intentada ante la jurisdicción civil.

#### (A) El proceso civil.

---

<sup>766</sup> Spitz, Nicolas, “*Les préjudices...*”, pág. 198.

<sup>767</sup> Debe tenerse en cuenta que, en caso de dolo o culpa grave del administrador, la cobertura del seguro queda descartada (artículo L. 113-1, del Código de Seguros francés).



Cuando actúan ante la jurisdicción civil, los inversores deben, demostrar la infracción bursátil cometida, el daño sufrido y el nexo causal entre ambos.

Cuando el inversor actúa sin tener en cuenta o en ausencia de una investigación llevada a cabo por la AMF, debe, en primer lugar, detectar la existencia de una infracción bursátil, lo que no resulta sencillo de por sí. Ello se debe en parte al álea bursátil y en parte también a las oscilaciones de las cotizaciones, sensibles a todo tipo de informaciones. A esto cabe agregar, como también se explicó, el anonimato de los emisores de órdenes de negociación, que puede dificultar la identificación del autor de algunas infracciones bursátiles.

Además de no resultar sencilla la detección de una infracción bursátil, el inversor no cuenta en general con la documentación que le permita acreditar su existencia, pues aquélla suele estar en manos de terceros o del propio autor de la infracción. En este sentido, en derecho procesal francés no existe el régimen de obtención de pruebas que existe, por ejemplo, en derecho norteamericano (llamado *discovery*), que exige a las partes suministrar previamente la totalidad de los elementos concernientes al caso, bajo pena de fuertes sanciones. Ello pese a la existencia en el régimen procesal francés de las medidas preliminares y de las medidas de requerimiento de pruebas que pueden tomar los jueces antes o durante el proceso. En este sentido, el juez posee amplias facultades para establecer la verdad (artículos 138 y 142, del Código de Procedimientos Civiles). No obstante estas facultades contenidas en los textos legales, los jueces civiles son reticentes a la hora de adoptar medidas de producción de prueba fuera de la aportada por las partes. Además, esas medidas suponen que el inversor perjudicado conoce la existencia de una documentación determinada y está en condiciones de designarla con precisión. Cualquier solicitud ambigua o imprecisa será rechazada por el juez. Ello hace arduo para los inversores obtener las pruebas necesarias.

En cuanto a la demostración del daño sufrido y al correspondiente nexo de causalidad, si bien el inversor tiene en su poder pruebas relativas a las transacciones que ha efectuado, debe demostrar además la fecha en que la infracción bursátil ha sido cometida, la fecha en que ha cesado (rectificación de la información, por ejemplo) y el efecto de esa infracción en las cotizaciones. Esto requiere de cierto conocimiento en temas bursátiles, además de poseer información muchas veces costosa de obtener, como los datos bursátiles históricos conservados por los operadores de los sistemas de negociación

o el historial de las informaciones publicadas.

En el caso de los daños a la decisión de inversión, la prueba del nexo de causalidad es, como se vio, aún más ardua, pues el inversor debe acreditar la influencia determinante o al menos significativa de la infracción bursátil en una decisión que puede haber tomado meses antes.

Todas estas dificultades hacen que los inversores perjudicados prefieran, en general, optar por la jurisdicción penal para de esa manera beneficiarse de la prueba colectada durante la instrucción.

#### (B) El proceso penal.

En este sentido, el Código de Procedimientos Penales francés prevé que todos aquellos que hayan sufrido personalmente un daño directamente causado por el delito pueden ejercer la acción civil al mismo tiempo que se ejerce la acción penal y por ante la misma jurisdicción (artículo 3, párrafo primero). De esa manera, el inversor perjudicado puede constituirse en parte civil. La jurisdicción penal presenta algunas ventajas frente a la civil en el caso concreto de los delitos bursátiles. El actor civil puede jugar un rol activo durante la fase de instrucción aun cuando no haya podido demostrar todavía la existencia de un daño reparable. Tiene acceso al expediente penal, puede solicitar medidas de instrucción, interrogar testigos o imputados, pedir nulidades, apelar ciertas decisiones del juez, entre otras.

Así, la instrucción penal permite al inversor tener acceso a pruebas que no podría producir por sí mismo, además de que el peso de la investigación está en manos del juez penal. Por otro lado, los costos asociados a la investigación no recaen sobre la parte civil, sino que están a cargo de la jurisdicción. Estos costos pueden ser particularmente elevados en el caso de pericias contables o financieras.

Asimismo, aún si el juez determina que los hechos imputados no constituyen un delito, el inversor perjudicado puede intentar una acción de daños por ante el juez civil, con la ventaja de contar con las pruebas colectadas durante el proceso penal.

Naturalmente, el recurso a la vía penal estará limitado al caso de infracciones bursátiles que constituyan delitos, quedando fuera de ese campo numerosos supuestos de

conductas dañosas reparables civilmente, pero no reprochables penalmente.

Otra circunstancia a tener en cuenta es que los plazos de prescripción de la acción pública penal pueden ser menores a los de prescripción de las acciones de daños y perjuicios. Los delitos bursátiles son, en derecho francés, delitos correccionales que se prescriben al término de tres años, mientras que la prescripción de una acción por responsabilidad extracontractual es de cinco años<sup>768</sup>.

Existe finalmente un riesgo financiero en caso de uso abusivo de la acción civil por ante la jurisdicción penal. El ordenamiento procesal penal francés exige que la víctima del delito deposite, al momento de solicitar la admisión como parte civil, una suma de dinero en garantía de una eventual multa por reclamación abusiva. Así, si los hechos alegados no constituyen delito y el juez penal termina por rechazar la acción, el inversor puede ser multado si el magistrado entiende que su accionar fue abusivo. A ello puede sumarse una responsabilidad por daños y perjuicios entablada por los sindicados como autores del supuesto delito e incluso eventualmente una responsabilidad penal por denuncia calumniosa.

(C) La relación entre la instancia administrativa y la judicial.

Como se dijo, el inversor perjudicado por una infracción bursátil puede intentar una acción de reparación por ante la jurisdicción civil o penal, sin tener en consideración cualquier procedimiento administrativo en curso por parte de la AMF o esperar a una resolución de la autoridad de regulación sobre los hechos causantes del daño.

Los resultados de una investigación administrativa conducida por la AMF y las eventuales sanciones impuestas por el organismo no resultan naturalmente vinculantes para el juez penal, aunque pueden ser un elemento importante a tener en cuenta. Lo mismo ocurre respecto de la jurisdicción civil, aunque se ha planteado en Francia la cuestión de si puede considerarse que la resolución administrativa definitiva sobre sanciones de esa índole reviste el carácter de cosa juzgada penal frente al juez civil. La respuesta en general ha sido negativa, dado que ningún texto legal confiere ese carácter a la instancia

---

<sup>768</sup> No obstante ello, la acción por responsabilidad contra los directores de una sociedad anónima se prescribe a los tres años.

administrativa y tampoco la jurisprudencia francesa lo ha receptado<sup>769</sup>.

De ello se desprende que los actos de la AMF no resultan vinculantes para los jueces y representan simples hechos que pueden ser llevados a conocimiento de aquéllos. No obstante, en la práctica, las decisiones de la Comisión de Sanciones de la AMF tienen una influencia considerable para los jueces civiles o penales.

De todas maneras, el inversor perjudicado se encuentra también con algunas dificultades a la hora de confiar en los procedimientos llevados a cabo por el órgano regulador. Así, por ejemplo, el acceso al expediente correspondiente está limitado a los investigadores mismos. Los sujetos investigados sólo toman conocimiento de una investigación administrativa cuando son notificados para realizar su descargo.

De todas maneras, el artículo L 621-12-1, del Código Monetario y Financiero, prevé que los jueces penales o civiles pueden solicitar a la AMF los documentos y demás elementos relativos a una investigación que puedan ser útiles para la solución del litigio<sup>770</sup>.

Existe además un sistema de coordinación entre el Tribunal Penal de Gran Instancia de París y la AMF, vía el Ministerio Público.

#### (D) Las acciones de clase.

En Francia no existe una regulación específica sobre las acciones de clase aplicable a los perjuicios bursátiles. Este tipo de procesos judiciales fue introducido en ese país por primera vez el 1 de octubre de 2014, cuando entró en vigencia la llamada Ley Hamon que los reguló en el marco del derecho del consumidor. Sin embargo, no resulta claro si esta norma puede ser aplicada a los perjuicios bursátiles. La doctrina francesa no

---

<sup>769</sup> Ello pese a que el Consejo de Estado francés ha decidido que la Comisión de Sanciones de la AMF constituye un tribunal penal en el sentido de la Convención Europea de Derechos del Hombre. El máximo tribunal constitucional francés también ha sostenido que la llamada justicia administrativa no es una jurisdicción para el derecho interno francés (decisión del Consejo de Estado del 4 de febrero de 2005, en el caso “Société GSD”, disponible en línea en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriAdmin.do?idTexte=CETATEXT000008213973>).

<sup>770</sup> Sin embargo, al menos en dos oportunidades la Corte de Apelaciones de París ha rechazado peticiones de la parte actora en tal sentido (fallo del 29 de agosto de 2017, 16/03173, y del 22 de enero de 2018, 16/07107).

se ha puesto de acuerdo sobre si puede considerarse a un inversor como consumidor o, más allá de su calificación jurídica, si le resultan aplicables las normas del derecho consumeril. Por otro lado, la propia ley no ha resultado exitosa en el campo de este derecho, tanto por los elevados costos del proceso, como por su exclusión del daño moral como perjuicio reparable por dicha vía. Ello condujo a que recién en marzo de 2018 fuera resuelta la primera acción de grupo en Francia.

Por otra parte, la posible creación pretoriana de acciones de grupo o de clase en el marco de los perjuicios bursátiles, encuentra en Francia varios obstáculos, tanto jurídicos, como prácticos. Entre los primeros, cabe mencionar varios principios procesales: la autoridad relativa de la cosa juzgada (entendida por la doctrina francesa como limitada a quienes han sido parte en el litigio), el principio de que nadie puede reclamar en justicia por interpósita persona (*nul ne plaide par procureur*, principio que se remonta al siglo XVI y se entiende actualmente como la exigencia de identificar claramente a todas las partes del proceso. Este principio impediría la existencia de una acción de clase como las que existen en los Estados Unidos, en la que cualquier perjudicado, homologable dentro de la clase, puede agregarse posteriormente. Sí podría ser posible una acción de grupo en la que todos los miembros estén previamente identificados y hayan dado su aprobación al inicio del proceso), el principio de la libertad individual de estar en juicio (que implica que ninguna acción puede ser iniciada sin el consentimiento de la persona involucrada), y la prohibición para los abogados de efectuar publicidad o de ofrecer sus servicios masivamente (lo que impediría a un abogado buscar públicamente a todos los inversores perjudicados a fin de integrarlos a la acción de grupo).

Entre las dificultades prácticas, pueden mencionarse los altos costos de este tipo de acciones<sup>771</sup>, como así también el riesgo de cargar con las costas del proceso aún en caso de éxito<sup>772</sup>.

Recientemente, el 25 de noviembre de 2020, el Parlamento Europeo y el Consejo

---

<sup>771</sup> Téngase presente que en Francia los abogados no pueden condicionar totalmente sus honorarios al éxito del proceso y/o cobrar sus honorarios de las indemnizaciones a cobrar por sus clientes. En los Estados Unidos, en cambio, los estudios de abogados suelen financiar las acciones de clase y luego cobrar una parte de las indemnizaciones obtenidas.

<sup>772</sup> El juez francés no está obligado hacer cargar las costas siempre a la parte perdidosa.

dictaron la Directiva 2020/16-1828 relativa a las acciones de representación para la protección de los intereses colectivos de los consumidores. Esta Directiva establece normas para garantizar que en los estados miembros de la Unión se disponga de un mecanismo de acciones de representación para la protección de los intereses colectivos de los consumidores. Se aplica a una serie de ámbitos, incluyendo el área de aplicación del Reglamento UE 2017/1128 sobre prospectos, por lo que exigirá que el estado francés dicte normas para establecer dichas acciones de clase al menos en relación con daños producidos por información inexacta contenida en el prospecto. Hasta la fecha, no se han dictado normas en tal sentido<sup>773</sup>.

## 6.- Conclusiones.

Francia ha adoptado una regulación de los mercados de capitales armonizada con la del resto de los países de la Unión Europea y en línea con la de las principales plazas financieras internacionales. La aplicación efectiva de esta regulación es, en Francia como en el resto de los países, el desafío que deben enfrentar los reguladores. La AMF, como el organismo encargado en Francia de supervisar la actuación de los mercados y de aplicar las normas mencionadas, está dotada de facultades para aplicar la normativa regulatoria. Frente a una violación de dichas normas, confirmada por la AMF mediante la investigación correspondiente, el autor de la conducta irregular puede ver comprometida su responsabilidad administrativa o penal impuesta por el propio organismo o por la jurisdicción penal, respectivamente. De hecho, los procesos penales por delitos bursátiles han sido significativos en Francia, más que los juicios por responsabilidad civil. El sistema hace así fuerte hincapié en la faz represiva más que en la resarcitoria, lo que, si bien facilita la prevención de conductas antijurídicas, deja en ocasiones sin un adecuado resarcimiento los daños ocasionados por ellas.

Sin embargo, este mecanismo de responsabilidad no garantiza en todos los casos el respeto de las normas bursátiles. De ahí que resulte importante favorecer la adopción de mecanismos de responsabilidad civil a fin de garantizar a cualquier víctima de infracciones bursátiles la oportuna reparación de los perjuicios sufridos. Razones de justicia y de conformidad con los principios jurídicos del derecho francés exigen también

---

<sup>773</sup> Para una crítica de la Directiva véase Conac, Pierre-Henri, “*Vers des class actions en matière boursière en Europe et en France?*”, *Revue des sociétés* (2018), págs. 472 y ss.

esos mecanismos.

Este régimen de responsabilidad civil persigue el doble fin de contribuir a mejorar la regulación de los mercados de capitales y a la protección de los inversores.

A su turno, la responsabilidad civil asume dos fines fundamentales: uno disuasorio, en el que resulta esencial determinar un método de evaluación de los daños bursátiles lo suficientemente preciso para permitir la toma de conciencia de quienes cometen infracciones bursátiles de las consecuencias financieras de su conducta; otro reparador, en el que también asume importancia la necesidad de evaluar correctamente el daño sufrido para evitar un exceso de reparación, que conduciría a un virtual seguro contra pérdidas bursátiles, o una reparación por debajo de las exigencias del principio de reparación integral. Los tribunales franceses no han podido aún aportar una respuesta satisfactoria a estos desafíos teniendo en cuenta los pocos casos fallados.

Esas dificultades, sumadas a la falta de precisión en la conceptualización de los daños bursátiles, así como en las cuestiones relativas al nexo de causalidad y demás condiciones de la responsabilidad, abonan la idea de algunos autores franceses de la necesidad de un régimen legal de fondo específico para la reparación de estos daños<sup>774</sup>.

No obstante, donde tal vez se noten más los problemas a la hora de asegurar una aplicación efectiva de la responsabilidad civil en los mercados bursátiles sea en los aspectos procesales del derecho francés. Al respecto se han señalado oportunamente algunas de las dificultades que enfrentan las víctimas de los perjuicios bursátiles: la falta de una regulación legal de las acciones de clase, la falta de especialización de los jueces, la falta de articulación entre los procedimientos administrativos, los procesos penales y los civiles, las dificultades probatorias y su costo, entre otras.

Estas dificultades han conducido a que algunos autores propugnen la creación de tribunales especializados para el juzgamiento de las cuestiones de responsabilidad por daños bursátiles<sup>775</sup>.

Por otro lado, es interesante notar que el derecho francés sobre responsabilidad

---

<sup>774</sup> Cfr. Spitz, Nicolas, "*Les préjudices...*", pág. 456.

<sup>775</sup> Cfr. Conac, Pierre-Henri, "*Vers des class actions...*".

civil originada en la comisión de infracciones bursátiles, tal como se ha delineado más arriba a partir de los textos legales, la jurisprudencia y la doctrina, resulta más semejante al derecho argentino que el derecho estadounidense que será analizado a continuación, pese a las numerosas normas de este ordenamiento jurídico que se han trasplantado a la Argentina.

Ello ocurre lógicamente porque ambos derechos, el francés y el argentino, reconocen un origen común en la tradición continental, plasmada en códigos civiles y comerciales. De ahí también que muchos de los problemas y de las cuestiones suscitadas en Francia con motivo de la responsabilidad por daños bursátiles sean similares a las experimentadas en Argentina, tales como, las distintas esferas de responsabilidad (de la sociedad emisora y de sus administradores), los elementos de ella (hecho generador de responsabilidad, antijuridicidad, daño y nexo de causalidad), los problemas de valuación del daño, las modalidades de reparación, las acciones de responsabilidad y sus legitimados activos e incluso los aspectos procesales.

Por el contrario, como se verá, el derecho de los Estados Unidos en cuanto a la responsabilidad reconoce dos grandes esferas: la propia del *common law* (*breach of contract* o *torts law*) o derecho común y la específicamente referida a los mercados de capitales que se origina en un régimen legal específico, de orden federal<sup>776</sup>.

Es por ello que, cuando se estudie el régimen de responsabilidad civil por incumplimientos en el mercado de capitales en derecho argentino, se aplicarán algunos de los métodos utilizados y de las nociones elaboradas por la doctrina francesa, especialmente el relativo a la conceptualización y clasificación de los posibles daños bursátiles.

---

<sup>776</sup> Sin perjuicio de existir, en derecho societario especialmente, un amplio campo de responsabilidad basado sobre todo en el derecho común societario y de orden estadual. Estos regímenes de responsabilidad, empero, se mantienen en principio separados del sistema de responsabilidad federal en los mercados de capitales y sólo se aplican al derecho societario interno. Esta cuestión se analizará a continuación.



## CAPÍTULO II

### La responsabilidad civil en los mercados de valores en los Estados Unidos de América

#### 1.- Introducción.

En los Estados Unidos, el sistema básico de responsabilidad civil general puede dividirse en dos áreas concretas: responsabilidad contractual (*breach of contract*) y extracontractual (*torts*). La fuente básica de normas para estas áreas es el *common law*, esto es, normas definidas por los jueces por medio de sentencias<sup>777</sup>.

Hasta 1933, la responsabilidad civil emergente de la actuación en los mercados de valores se rigió por este sistema de *common law*. Sin embargo, el régimen pronto se volvió ineficaz, especialmente frente a los abusos y fraudes que se cometieron en el primer tercio del siglo XX y que condujeron a la sanción de la Ley de Valores de 1933 y, un año más tarde, a la Ley de Mercados de Valores de 1934. Precisamente, estas normas establecieron regímenes de responsabilidad tanto administrativa, como civil y penal. En el ámbito civil, se crearon diversas acciones por daños en determinadas circunstancias. En otros casos, la jurisprudencia dedujo la existencia de esas acciones civiles a las que inicialmente aplicó por analogía algunas de las disposiciones del *common law of torts*<sup>778</sup>.

Posteriormente, sin embargo, los jueces se fueron alejando en parte del régimen

---

<sup>777</sup> La doctrina norteamericana ha intentado definir a la responsabilidad extracontractual, pero las definiciones intentadas han carecido en general de precisión. En una obra clásica en el tema, William Prosser y Werdner Keeton la caracterizan como un ilícito civil, distinto de un incumplimiento contractual, para el cual los tribunales conceden una acción por daños (Prosser, William y Keeton, Werdner, “*Prosser and Keeton on Torts*”, West Group, 5ta. Edición, 1984, pág. 2), concepto que los mismos autores consideran impreciso. El problema radica en que esta rama del derecho se ha ido expandiendo considerablemente por la labor de jueces y legisladores (la materia es privativa de cada estado, no es materia federal).

<sup>778</sup> Por ejemplo, al crear una acción civil derivada del Artículo 10, de la Ley de 1934. La gran diferencia entre el régimen común de los *torts* y el previsto en las leyes mencionadas es la carga de la prueba que en las normas especiales está puesta sobre los demandados.

común y fueron delineando un régimen propio de neto corte federal.

## 2.- La responsabilidad en la Ley de Valores de 1933.

Las violaciones a las disposiciones sobre registración, suministro de información y prospectos pueden tener diversas consecuencias, muchas de ellas graves. Así, las deficiencias en los documentos de registración pueden derivar en procedimientos administrativos impulsados por la SEC, acciones penales llevadas adelante por el Departamento de Justicia de los Estados Unidos o medidas cautelares (*injunctive relief*) ordenadas por un juez a solicitud de la SEC. A estas consecuencias se suman las acciones civiles por daños que pueden intentar los inversores que han adquirido títulos con una registración defectuosa.

En la Ley de Valores de 1933 existen además disposiciones que prevén sanciones penales y administrativas por conductas fraudulentas relacionadas con ventas de títulos. Se encuentran en la norma general del artículo 17(a). La jurisprudencia norteamericana ha interpretado que no existe una acción judicial privada implícita en esta norma (como sí la ha encontrado en el artículo 10, de la Ley de Mercados de Valores de 1934<sup>779</sup>).

Por su parte, los adquirentes de títulos vendidos en violación a las normas sobre prospecto y registración o por información falsa, engañosa u omitida, tienen dos acciones civiles expresamente previstas en los artículos 12(a)(1) y 12(a)(2), de la Ley de 1933.

Asimismo, el artículo 11, de la misma ley, prevé expresamente una acción civil privada contra cualquier persona que prepare y/o firme documentos de registro materialmente engañosos.

### (A) La acción civil por rescisión del artículo 12(a)(1).

Como se dijo, el artículo 12(a)(1), de la Ley de 1933, prevé que quien ofrezca o venda valores en violación a las normas sobre prospecto y registración contenidas en la misma ley (artículo 5), será responsable civilmente frente a cualquier persona que adquiera dichos títulos directamente del infractor. La norma se aplica también a cualquier venta efectuada antes de la fecha de registro del prospecto, así como a ofertas de compra

---

<sup>779</sup> Cfr. Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 172.

o venta hechas antes de la presentación del prospecto a la SEC. Adviértase que se trata de una acción dirigida sólo contra quien cometió la infracción y además fue el oferente o vendedor de los títulos. De ahí que la acción confiera al inversor perjudicado un derecho de rescisión de la operación o, en su defecto, una indemnización si ya no posee los títulos adquiridos.

Según el texto de la norma, la acción puede ser intentada ante una jurisdicción federal o estadual, pero una vez intentada ante un tribunal estadual, el proceso no puede ser remitido a la jurisdicción federal (como ocurre en otros casos, según se verá más adelante). La sanción en 1998 de la Ley de Uniformidad de Estándares en Procesos Judiciales sobre Valores (*Securities Litigation Uniform Standards Act*, SLUSA), destinada a prevenir abusos en las acciones de clase, estableció que toda acción de esa especie basada en fraude a las leyes de valores que supere los cincuenta miembros de una clase debe ser intentada ante la jurisdicción federal (artículo 16, de la Ley de 1933, reformada por SLUSA).

El monto a recuperar en caso de devolución de los títulos adquiridos no puede superar el precio pagado por ellos, más intereses, menos cualquier ingreso que hayan generado al inversor perjudicado. En caso de resolverse la acción en daños y perjuicios, el monto de la indemnización respectiva está limitado a la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de los títulos. La acción prescribe al año de la fecha de la infracción, pero en ningún caso más allá de los tres años en que los títulos hayan sido ofrecidos de buena fe (generalmente el punto de partida de la prescripción es la fecha en que las partes realizaron la venta).

La doctrina norteamericana ha sostenido que esta acción es más profiláctica que resarcitoria, pues está destinada a reforzar las normas sobre registración de ofertas públicas. De ahí que la jurisprudencia haya restringido las defensas que puede oponer un demandado en estos casos<sup>780</sup>.

---

<sup>780</sup> Considerando inaplicable, por ejemplo, la doctrina de los actos propios (*estoppel*) o la de que el adquirente es un inversor sofisticado. La Corte Suprema de los Estados Unidos ha sostenido que la defensa por incumplimientos recíprocos (llamada en los Estados Unidos *in pari delicto*) sólo es aplicable si el incumplimiento del inversor perjudicado es equivalente al del infractor (“Pinter c. Dahl”, fallo del 15

Por otro lado, la acción por rescisión prevista en el artículo 12(a)(1) en comentario no requiere acreditar una conexión causal entre la infracción y la caída de la cotización de los títulos vendidos. De ahí que, cuando la acción se resuelve en daños y perjuicios por venta de dichos títulos, el inversor perjudicado se beneficia aun cuando la caída de la cotización se deba a circunstancias sin relación alguna con la infracción<sup>781</sup>.

(B) La acción civil por información falsa o engañosa del artículo 11, de la Ley de 1933.

El artículo mencionado crea expresamente una acción civil por daños en favor de adquirentes de títulos cuando los documentos de registración (prospecto y demás) contienen información materialmente falsa u omiten información relevante. Esta acción no puede ser intentada en base a información suministrada oralmente o por escrito, pero fuera de los documentos de registración.

El texto de la norma permite entablar esta acción a cualquier persona que adquiera el título relacionado con la infracción, salvo que se demuestre que el comprador conocía dicha infracción al momento de la compra. Los tribunales han interpretado este lenguaje en el sentido de que el inversor perjudicado debe demostrar que los títulos adquiridos están relacionados con los documentos de registración defectuosos, independientemente de que los adquiriera en el mercado primario o secundario. Especialmente en este último caso, los perjudicados deben poder relacionar los títulos adquiridos con los ofrecidos originalmente en los documentos mencionados. La jurisprudencia ha interpretado este requisito de manera estricta<sup>782</sup>.

El actor puede intentar la acción ante los tribunales estatales o federales, sin que exista la posibilidad de llevar a la jurisdicción federal un proceso ya iniciado ante un estado. Como consecuencia de la sanción de SLUSA, ya comentada, cualquier acción de

---

de junio de 1988, disponible en línea en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/486/622/>.

<sup>781</sup> Hazen, Thomas Lee, "*Principles...*", pág. 174.

<sup>782</sup> Ídem, pág. 175.

clase con más de cincuenta miembros debe ser iniciada ante la jurisdicción federal<sup>783</sup>.

Pueden ser sujetos pasivos de la acción:

- todas las personas que suscriban los documentos de registro.
- cualquier persona que, a la fecha de la presentación de los documentos de registro, sea o haya sido administrador de la sociedad emisora o persona que cumpla funciones similares en la sociedad emisora o miembro de un *partnership* emisor de los títulos, cuando la sociedad o *partnership* hayan sido responsabilizados por la infracción.
- cualquier persona que, con su consentimiento, sea mencionada en los documentos de registro como director, persona con funciones similares o miembro de un *partnership*, o que vaya a serlo.
- todo contador, ingeniero o valuador, o cualquier persona cuya profesión la autorice a efectuar declaraciones, que, con su consentimiento, sea nombrada en los documentos de registro como habiendo confeccionado o certificado cualquier parte de dichos documentos, o cualquier informe o valuación utilizada para confeccionar los mismos.
- todos los agentes de colocación que hayan actuado en relación con los valores implicados.

Fuera de estos casos, no hay responsabilidad bajo el artículo 11, de la Ley de 1933. En el caso de los agentes de colocación, el actor debe demostrar la participación efectiva

---

<sup>783</sup> Las acciones individuales o las de clase con cincuenta miembros o menos tienen todavía la posibilidad de elección de la jurisdicción. Se ha debatido en algunos estados la validez de cláusulas estatutarias de elección de jurisdicción para acciones de responsabilidad. En Delaware, el artículo 115, de la Ley General de Corporaciones, permite determinar en el estatuto que todos los reclamos societarios sean resueltos por los tribunales de ese estado. Algunos tribunales federales entendieron que esta cláusula impedía a los accionistas acudir a los remedios federales previstos en la ley de 1934. Sin embargo, la Corte para el Séptimo Circuito consideró que esas cláusulas sólo tenían validez para cuestiones societarias internas y no podían vedar el acceso a la jurisdicción federal por acciones de responsabilidad basadas en la ley de 1934 (“Seafarers Pension Plan ex rel. Boeing Co. c. Bradway”, fallo del 7/01/2022, disponible en <https://casetext.com/case/seafarers-pension-plan-ex-rel-boeing-co-v-bradway>).

del agente en el proceso y su responsabilidad estará limitada al precio total de los títulos en cuyo proceso de colocación haya intervenido, salvo que haya recibido beneficios de parte de la emisora no disponibles para el resto de los agentes de colocación<sup>784</sup>.

Las personas listadas en la norma son responsables solidaria e ilimitadamente frente al inversor perjudicado y, en caso de pagar una indemnización, gozan de una acción de reintegro contra los demás responsables, excepto que quien pretenda el reintegro sea culpable de omisión fraudulenta de información o suministro fraudulento de información falsa o engañosa y los demás no. En definitiva, si hay dos o más personas condenadas por fraude en la información, sólo estas serán responsables solidaria e ilimitadamente; las que no sean culpables de fraude no lo serán. Los directores externos que ignoraban la inexactitud de la información relevante o su omisión no serán solidariamente responsables, sino que tendrán una responsabilidad simplemente mancomunada.

En términos generales, el inversor no debe acreditar que se ha basado en los documentos defectuosos para tomar su decisión de inversión, ni siquiera debe probar que ha leído los documentos de registro. Sin embargo, si el inversor adquirió los títulos más de doce meses después de la fecha efectiva de los documentos de registro y si la emisora ha distribuido un informe de ganancias durante ese período, el actor debe sí acreditar que se basó en dichos documentos para adoptar su decisión, aunque no necesariamente que los haya leído completamente (artículos 11(a), de la Ley de 1933). De esta manera, cuando la adquisición es anterior al período de doce meses mencionado, se establece una presunción de que el inversor ha confiado en los documentos de registro para adquirir los títulos.

En cuanto al monto de la eventual indemnización, el artículo 11(e), de la Ley de 1933, establece tres métodos posibles: la diferencia entre el precio pagado por los títulos (sin que pueda exceder el precio de oferta al público contenido en los documentos de registro) y (1) el precio de los títulos al momento de la demanda, o (2) el precio al que el inversor vendió los títulos, si lo hizo antes de la demanda, o (3) el precio al que el título fue vendido luego de la demanda, pero antes de la sentencia, de manera que la

---

<sup>784</sup> Ídem, pág. 176.

indemnización en este tercer caso será menor a la de los otros dos casos<sup>785</sup>.

La misma norma establece que la indemnización puede ser reducida en la medida en que el infractor logre demostrar que la totalidad o una parte del daño sufrido es consecuencia de otros factores, independientemente de la infracción cometida. De ello se infiere que existe una presunción (*iuris tantum*) de causalidad entre el daño y la conducta dañosa.

La acción prescribe al año del descubrimiento por parte del inversor del carácter engañoso o falso de la información relevante o de su omisión o del momento en que esa circunstancia debió haber sido descubierta por dicho inversor ejerciendo una razonable diligencia. En ningún caso puede intentarse la acción luego de tres años de que los títulos hayan sido ofrecidos públicamente de buena fe.

Como regla general, la responsabilidad de la sociedad emisora es objetiva, sin que ninguna medida de prudencia pueda defenderla válidamente de un reclamo bajo esta acción. Las únicas defensas válidas son las comunes a cualquier reclamo por daños en los Estados Unidos: a) que el inversor conocía la información relevante falsa o engañosa o su omisión, b) que la información en cuestión no era relevante, o c) que la acción esté prescripta.

El artículo 11(b), de la Ley de 1933, prevé tres casos en que los demandados (excluyendo a la sociedad emisora) pueden eximirse de responsabilidad bajo esta acción civil. Las dos primeras refieren al caso en que alguien descubre la potencial infracción y toma medidas apropiadas para prevenirla. Así, un potencial responsable, fuera de la emisora, se liberará de responsabilidad si, antes de la entrada en vigencia de los documentos de registro, renuncia al cargo o posición que lo relaciona con dichos documentos (o toma todas las medidas legales necesarias para efectivizar dicha renuncia o deja de actuar en ese carácter) y comunica por escrito a la emisora y a la SEC dicha renuncia (o las medidas adoptadas en tal sentido) y manifiesta que no será responsable por las partes de los documentos de registro que contienen la información falsa o engañosa o su omisión. Si los documentos de registro han entrado en vigencia sin el

---

<sup>785</sup> Naturalmente, en todos los casos se supone que el precio de los títulos ha bajado luego de la adquisición originaria, pues de lo contrario no existiría perjuicio para el inversor.

conocimiento de esta persona, aún puede liberarse de responsabilidad adoptando las medidas antes mencionadas y, además, dando un razonable aviso al público de que los documentos de registro han entrado en vigencia sin su consentimiento.

De esta manera, se premia a quienes comunican a la sociedad emisora y a la SEC potenciales infracciones a las normas sobre registro<sup>786</sup>.

El tercer caso que prevé el artículo 11(b)(3), de la Ley de 1933, es el más frecuentemente alegado en la práctica. La disposición mencionada establece que cualquier potencial responsable bajo la norma del artículo 11 (sin contar a la sociedad emisora) puede liberarse de responsabilidad en relación con cualquier parte de los documentos de registro que no haya sido confeccionada por la autoridad de un experto, siempre y cuando dicho potencial responsable, luego de una investigación razonable, tenga fundamentos suficientes para creer, y de hecho crea, que dicha parte de los documentos de registro, al tiempo de su entrada en vigencia, era verdadera y que no había ninguna omisión de información relevante. Es lo que se denomina la defensa de diligencia debida (*due diligence defense*) expresión que alude a la diligencia que debe poner el potencial responsable para realizar la correspondiente investigación.

Por su parte, cualquier persona que sea nombrada en un documento de registro como un experto no será responsable por sus declaraciones engañosas o falsas si, luego de una investigación razonable, tenía suficientes fundamentos para creer, con más su creencia efectiva, de que no había información relevante falsa o engañosa u omisión de una información relevante. Asimismo, podrá exonerarse de responsabilidad si las declaraciones que aparecen en los documentos de registro como de su autoría no representan adecuadamente sus declaraciones como experto o no son copias o extractos adecuados de sus informes o valuaciones como experto.

Por otro lado, respecto de personas potencialmente responsables por declaraciones hechas basadas en informes o declaraciones de expertos, estarán exentas de responsabilidad si tenían motivos razonables para creer, y creían efectivamente, que dichas declaraciones no contenían información relevante falsa o engañosa u omitían información relevante.

---

<sup>786</sup> *Whistleblowers*.



Finalmente, en relación con cualquier parte de los documentos de registro que sea confeccionada por un oficial público o sea copia o extracto de un documento oficial público, no habrá responsabilidad para ningún potencial responsable que tenga bases suficientes para creer, y de hecho crea, que no existía información relevante falsa o engañosa en dicha parte o que ésta no omitía ninguna información relevante.

El artículo 11(c) establece expresamente el estándar que debe tenerse en cuenta en relación con la razonabilidad mencionada por las normas antes comentadas: se trata de la razonabilidad que se le exige a un hombre prudente en la administración de sus propios bienes. Este estándar se aparta del tradicionalmente aceptado para mensurar la responsabilidad de administradores o funcionarios de una sociedad, que generalmente se articula en términos de aquella conducta que tendría un funcionario, administrador o persona razonable en similares circunstancias. El estándar exigido por la Ley de 1933 resulta así mayor que el tradicional, al menos en cuanto parece no estar limitado por la regla del juicio comercial<sup>787</sup>.

El precedente judicial clave en este tema es el emanado de la Corte Federal de Apelaciones del Distrito Sur del Estado de Nueva York en el caso “Escott c. BarChris Construction Corp.”<sup>788</sup>. Se trataba de un litigio en que los documentos de registro contenían diversas informaciones inexactas. En primera instancia se determinó que las informaciones relacionadas con ciertos números de la compañía no eran relevantes dado que, de haberse consignado las cifras correctas, se hubiera mostrado un crecimiento potencial de la empresa que hubiese sido virtualmente equivalente al presentado en los documentos de registro. De ahí que la inexactitud de la información no era significativa

---

<sup>787</sup> Esta regla (en inglés *business judgment rule*) se utiliza en litigios que buscan establecer la responsabilidad de los directores de una sociedad en relación con sus deberes fiduciarios. Se trata de una presunción legal de que las decisiones de negocios de un director han sido tomadas de buena fe, con el cuidado que pondría una persona razonable y prudente y en la creencia sincera de que la decisión en cuestión fue adoptada en el mejor interés de la sociedad. La idea que subyace a esta presunción es que las decisiones de carácter empresarial tomadas por los directores quedan, en principio, fuera del escrutinio de los jueces.

<sup>788</sup> Fallo del 29 de marzo de 1968, disponible en línea en <https://casetext.com/case/escott-v-barchris-construction-corporation>.

para un inversor razonable. Otras inexactitudes se referían a la existencia de ciertos incumplimientos de pago de deudores de la empresa y la omisión en informar la posibilidad de que la sociedad tuviera que devolver ciertos bienes alquilados, lo que hubiera perjudicado su posición financiera. Otras omisiones se referían a préstamos otorgados a ciertos funcionarios de la compañía. En el fallo, la Corte trató a los demandados separadamente, creando una escala diversificada de responsabilidades. Así, determinó que el mayor estándar de cuidado era el que pesaba sobre cualquier persona de la compañía que suscribiera el documento de registro, especialmente si esa persona era uno de los funcionarios principales que deben suscribir el documento antes de su presentación ante la SEC. En relación con los directores, la mayoría de los cuales debía también suscribir el documento, la Corte distinguió entre directores internos y directores externos en cuanto a la responsabilidad de unos y otros (exigiendo a los internos un mayor grado de cuidado y previsión). Asimismo, la Corte estableció que cualquier firmante con carácter de experto (como un abogado o contador) sería evaluado con el estándar de cuidado, teniendo en cuenta las circunstancias concretas de sus declaraciones. Pese a que esta graduación de responsabilidad no se condice con el texto del artículo 11(c) (que establece un estándar único para todos los potencialmente responsables basado en el hombre prudente), ningún otro fallo o norma legal ha cuestionado lo sentado por la Corte en “BarChris”<sup>789</sup>.

Además de analizar el estándar de cuidado exigido, la Corte en “BarChris” también consideró que escudarse en la opinión de expertos, incluso en la de abogados que hayan leído todos los documentos de registro para detectar posibles incumplimientos, no exime de responsabilidad a los signatarios de esos documentos, sino sólo por la parte de ellos que aparezca confeccionada y firmada por expertos declarando como tales. Así, se entendió que ni el prospecto, ni la solicitud de registro pueden considerarse declaraciones de expertos, aun cuando éstos los hayan preparado<sup>790</sup>.

Concretamente en cuanto a los abogados, la Corte en el caso mencionado sólo les

---

<sup>789</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 180.

<sup>790</sup> Sí lo serían, por ejemplo, las opiniones legales emitidas y firmadas por abogados, determinada documentación financiera preparada y firmada por auditores independientes, etc.

atribuyó responsabilidad en cuanto firmantes de los documentos de registro o de declaraciones de expertos. Fuera de estos casos, no habría responsabilidad para ellos bajo el artículo 11, de la Ley de 1933<sup>791</sup>.

Por el contrario, los directores sí podrían eximirse de responsabilidad en relación con partes de los documentos de registro que puedan considerarse declaraciones de expertos, siempre que hayan suministrado a éstos toda la información relevante por ellos conocida y hayan confiado de buena fe en las referidas declaraciones<sup>792</sup>.

En el fallo ya mencionado, la Corte también responsabilizó al CEO de la empresa, pese a que no tenía el título de presidente, aunque sí formaba parte del comité ejecutivo y había suscripto la solicitud de registro, estando a cargo de toda la operación. El tribunal entendió que este funcionario de la compañía, debido a su posición, no podía ignorar que existía información relevante inexacta en los documentos de registro y, por ende, no podía alegar la defensa de debida diligencia.

Con respecto a los dos socios fundadores de la empresa, que eran además el presidente y el vicepresidente y habían suscripto los documentos de registro, la Corte admitió que el prospecto era un documento difícil de comprender, si es que lo habían leído, siendo hombres de educación limitada. Sin embargo, la Corte igualmente los responsabilizó por entender que lo relevante a los efectos de la responsabilidad no es el conocimiento que puedan tener de las materias incluidas en los documentos, ni tampoco el que los hayan leído o comprendido. La clave es determinar si la persona que suscribe los documentos actuó con la debida diligencia bajo las circunstancias. La Corte entendió que, en el caso aludido, las personas mencionadas no habían puesto toda la diligencia debida al suscribir los documentos sin haberlos leído o intentado comprenderlos. La Corte fue más allá aún al afirmar que, quien carece de los conocimientos mínimos no debería ejercer como director o funcionario de una compañía.

La Corte, también en “BarChris”, consideró responsable en los términos del

---

<sup>791</sup> Por ejemplo, por el mero hecho de asesorar en la confección de los documentos de registro. Naturalmente, esto no quiere decir que estén totalmente exentos de responsabilidad. Podrían tenerla bajo otros supuestos (por fraude, bajo la norma del artículo 10(b), de la Ley de 1934, por ejemplo).

<sup>792</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 181.

artículo 11, de la Ley de 1933, a un director externo, que no era funcionario ni empleado de la compañía, pero que había suscripto los documentos de registro. A pesar de haber sido designado poco antes de iniciado el proceso de oferta pública y haber tenido pocas oportunidades de familiarizarse con los negocios de la empresa, la Corte lo consideró responsable por no haber llevado a cabo ninguna investigación antes de suscribir los documentos<sup>793</sup>. Lo mismo se aplicó al caso de los agentes de colocación. La Corte entendió que no habían llevado a cabo una investigación independiente y razonable sobre los asuntos tratados en los documentos de registro y, por ende, les atribuyó responsabilidad. De la misma manera, el tribunal entendió que los auditores independientes de la compañía no habían llevado adelante una investigación sólida y eficaz. En todos estos análisis, la Corte estableció un estándar alto de eficiencia para las investigaciones que deben llevarse a cabo para determinar la veracidad y exactitud de la información contenida en los documentos de registro, de acuerdo con el acceso que tiene cada potencial responsable a la información de la compañía (cuanto más acceso, mayor conocimiento y, por ende, mayor exigencia de investigación).

De todas maneras, no se estableció un claro estándar de cuidado aplicable a todos los casos, si no que más bien habrá que analizar cada circunstancia particular para determinar la existencia de responsabilidad o no y en qué medida el potencial responsable puede exonerarse de aquélla alegando haber tomado las medidas necesarias para asegurar razonablemente la exactitud de la información volcada en los documentos de registro.

(C) Responsabilidad de los vendedores de títulos bajo el artículo 12(a)(2), de la Ley de 1933.

La norma del epígrafe establece expresamente una acción civil por daños originada en la difusión de información relevante falsa o engañosa o por omisión de información relevante en ocasión de la venta o la oferta de venta de un título valor. El oferente o vendedor del título es civilmente responsable frente al comprador de dicho título. Esta acción es más amplia que las previstas en el artículo 12(a)(1) y 11, de la Ley de 1933, pues no está circunscripta a difusión de información u omisiones en los

---

<sup>793</sup> Se ha criticado esta decisión por poner una responsabilidad demasiado grande sobre un mero director externo (cfr. Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 182).

documentos de registro<sup>794</sup>. Por el contrario, su campo de aplicación abarca tanto las comunicaciones escritas, como las orales. Sin embargo, en el caso “Gustafson c. Alloyd Co., Inc.”, la Corte Suprema de los Estados Unidos estimó que la acción en comentario sólo se aplica a ofertas o ventas efectuadas mediante un prospecto<sup>795</sup>. La jurisprudencia también ha determinado que la acción no se aplica a transacciones en el mercado secundario, sea que se hagan en los mercados o privadamente.

La acción en análisis se aplica sólo a quienes realizan una oferta de venta o una venta de títulos y la jurisprudencia ha interpretado este requisito de manera estricta. De ahí que sólo quienes participan activamente en la venta u oferta y se relacionan directamente con el comprador pueden ser considerados responsables, incluyendo los agentes que tratan directamente con dicho comprador. El oferente o vendedor será responsable por la información relevante falsa o engañosa o por omisión de información relevante a menos que demuestre que ignoraba o, adoptando un cuidado razonable, no podía saber sobre la inexactitud de la información o sobre la omisión. Este estándar es diferente al utilizado en el artículo 11, ya comentado, pues incluye cierto grado de negligencia y no exige al inversor perjudicado acreditar que el potencial responsable sabía de la inexactitud de la información o de la omisión<sup>796</sup>.

Tampoco se exige al inversor demostrar que se basó en la información inexacta o en la circunstancia de su omisión. Bastará que demuestre la existencia del hecho dañoso.

Naturalmente, si conocía la inexactitud u omisión, la acción será desestimada.

Existe también en este caso una presunción de causalidad entre la conducta dañosa y el daño. El demandado deberá acreditar que la baja de la cotización del título se debe a

---

<sup>794</sup> Téngase presente que, conforme a una antigua jurisprudencia, todas las acciones previstas en las leyes sobre valores son, en principio, acumulativas, esto es, no se excluyen entre sí.

<sup>795</sup> Fallo del 28 de febrero de 1995, disponible en línea en: <https://www.law.cornell.edu/supct/html/93-404.ZS.html>. La sentencia fue obtenida por una mayoría de apenas cinco a cuatro. La Corte entendió que un contrato privado de venta de títulos no podía ser cuestionado por la acción del artículo 12(a)(2). Esta decisión ha sido criticada por imponer una limitación que no surge del texto de la ley (cfr. Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 189).

<sup>796</sup> Ídem, pág. 187.

factores ajenos a la información inexacta o a la omisión de información relevante. Si tales factores ajenos son los únicos causantes de la baja, la acción será desestimada. Si han sido causa parcial de esa baja, la acción no prosperará por esa porción.

Los daños se limitan a la rescisión de la operación (devolución de los títulos y del precio, más intereses) o (en caso de que el inversor no detente ya los títulos) el precio de compra, menos cualquier ingreso que el inversor haya obtenido por los títulos.

(D) La prohibición del artículo 17, de la Ley de 1933.

La norma referida prohíbe el fraude, el suministro de información relevante inexacta y la omisión de suministrar información relevante en relación con la oferta o venta de valores. La norma se aplica a títulos con o sin oferta pública autorizada. La jurisprudencia ha determinado que esta prohibición puede ser transgredida por negligencia<sup>797</sup>. La prohibición se aplica a ventas y a ofertas de venta.

La norma no impone un deber de suministrar información, sino que atribuye responsabilidad por omitir información que hace que la información suministrada sea materialmente engañosa o falsa.

La jurisprudencia discutió si el texto de la norma habilitaba implícitamente una acción civil por daños. La mayoría de las decisiones se han pronunciado por la negativa<sup>798</sup>. Solo existiría, entonces, una responsabilidad administrativa.

El apartado (b), del artículo 17 en comentario, prohíbe la difusión de información sobre un título sin informar las contraprestaciones recibidas o a ser recibidas, directa o indirectamente, en relación con el título. Se trata de impedir recomendaciones engañosamente imparciales.

---

<sup>797</sup> Corte Suprema de los Estados Unidos en “Aaron c. SEC”, fallo del 2 de junio de 1980, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/446/680/>.

<sup>798</sup> Por ejemplo, Corte de Apelaciones para el Octavo Circuito en el caso “Crookham c. Crookham”, fallo del 12 de septiembre de 1990, disponible en línea en: <https://openjurist.org/914/f2d/1027/crookham-v-p-crookham-h-g-and-l>.

(E) Responsabilidad de las personas controlantes.

El artículo 15, de la Ley de 1933 impone responsabilidad ilimitada y solidaria a las personas controlantes por los actos de las personas bajo su control, a menos que la controlante demuestre que no tenía conocimiento o tenía fundamento razonable para ignorar los hechos dañosos. Esta ignorancia no se refiere sólo a la transacción cuestionada en particular, si no a los negocios de la controlante en general. Es carga de quien pretende liberarse de responsabilidad demostrar esta ignorancia.

(F) Complicidad e incitación.

En 1994, la Corte Suprema de los Estados Unidos determinó que no existe una acción civil por daños en razón de complicidad o incitación a conductas violatorias de las normas antifraude de la Ley de 1934<sup>799</sup>, debido a la ausencia de norma legal expresa en tal sentido. De esta manera, la Corte declinó inferir la existencia de esa acción de la norma general penal que considera un delito la complicidad y la incitación a cualquier delito federal. La jurisprudencia ha extendido esta interpretación a las normas de la Ley de 1933.

La Ley de Reforma de los Procesos sobre Valores de 1995, le dio poder a la SEC para perseguir administrativamente a personas que, a sabiendas, provean ayuda sustancial a infractores de las leyes sobre valores.

(G) Acuerdos de indemnidad.

La mayoría de los estados norteamericanos autorizan a las sociedades a celebrar acuerdos de indemnidad con sus directores y funcionarios por responsabilidades en que puedan incurrir con motivo de sus cargos. Bajo estas leyes estatales, si los directores o funcionarios han tenido éxito en liberarse de responsabilidad en cualquier acción civil por daños intentada en su contra tienen el derecho de exigir a la sociedad el reembolso de todos los gastos en que hayan incurrido con motivo de esa acción. Sin embargo, la jurisprudencia ha considerado que esos acuerdos son nulos en la medida en que pueden cubrir conductas fraudulentas<sup>800</sup>. La SEC adoptó esta política en 1994. La doctrina

---

<sup>799</sup> “Central Bank of Denver, N.A. c. First Interstate Bank of Denver”, fallo del 19 de abril de 1994, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/511/164/>.

<sup>800</sup> Corte Federal de Apelaciones para el Segundo Circuito, “Globus c. Law Research Service,

mencionada, no obstante, no se aplica a pólizas de seguro por responsabilidad civil.

(H) Cuestiones procesales.

En los años noventa, comenzó a haber una creciente preocupación por los abusos cometidos en las acciones de clase por violaciones a las leyes sobre valores. Como respuesta, el Congreso de los Estados Unidos sancionó dos leyes de reforma destinadas a paliar esos abusos. Primero, se sancionó la Ley de Reforma de Procesos sobre Valores (*Private Securities Litigation Reform Act*, PSLRA) que introdujo numerosas reformas procesales y mayor protección por información brindada por las emisoras (especialmente en lo relativo a pronósticos y proyecciones contenidas en los prospectos). Como estas normas más estrictas podían ser evitadas recurriendo a los tribunales estatales, en lugar de los federales, el Congreso sancionó en 1998 la Ley de Estándares Uniformes en Procesos sobre Valores (*Securities Litigation Uniform Standards Act*, SLUSA), que establece la jurisdicción federal para todas las acciones de clase por fraude con valores de más de cincuenta miembros.

3.- La responsabilidad en la Ley de Mercados de Valores de 1934.

La gran mayoría de las normas sobre responsabilidad previstas en las leyes sobre valores, tanto civiles, como penales, apuntan al suministro de información, como medio comisivo de la infracción, y a los requisitos de registración de una oferta pública. Adicionalmente, existe un grupo de normas cuyo fin es prevenir prácticas y actividades de mercado artificiales destinadas a manipular las cotizaciones. Se trata de permitir que el mercado actúe conforme a la ley natural de oferta y demanda, libre de interferencias artificiales.

En este sentido, el artículo 9, de la Ley de Mercados de Valores de 1934, establece una serie de prohibiciones contra la manipulación de las cotizaciones de valores. El texto original de esta norma limitaba su aplicación a títulos sujetos a la referida ley por estar admitidos a negociación en un mercado bursátil nacional. En 2010 la norma fue modificada para cubrir cualquier manipulación de valores para la que se utilice un medio

---

Inc.”, fallo del 24 de febrero de 1970, disponible en línea en: <https://www.ravellaw.com/opinions/e3a1f6458f5912a8f4f37a2fc61bd14e>.



comercial interestatal. Por su parte, el artículo 10, de la misma ley, que complementa las prohibiciones del artículo 9, nunca estuvo limitado a títulos cotizados en mercados bursátiles, de manera que ambas normas tienen ahora un alcance similar. La norma del artículo 10(b) faculta, además, a la SEC a promulgar normas sobre conductas engañosas o manipuladoras. Por su parte, el artículo 15(c), de la Ley de 1934, prohíbe conductas fraudulentas o manipuladoras por parte de agentes. En uso de su potestad reglamentaria, la SEC ha promulgado una serie de normas. Así, en relación con el artículo 15(c) mencionado, estas normas reglamentarias prohíben a los agentes: conductas que operen como fraude, suministro de información relevante falsa o engañosa u omisión de suministrar información relevante; afirmar falsamente, expresa o implícitamente, que la SEC ha revisado sus estados financieros o prácticas comerciales; no informar a sus clientes una relación de control con la sociedad emisora de los títulos con que operan, o que participan o están interesados en la colocación de títulos; cobrar honorarios excesivos o realizar transacciones innecesarias que aumenten sus honorarios; difundir información financiera sobre entidades emisoras o sus títulos, a menos que esté expresamente explicitada y explicada; no informar y explicar a sus clientes los riesgos asociados a operaciones de crédito sobre valores; difundir cotizaciones que no indiquen la identidad del agente y del mercado a que se refieren; entre otras.

La jurisprudencia ha interpretado de manera estricta el concepto de manipulación. En primer lugar, este término, tal como se usa en las normas mencionadas, implica una intención en su autor. De ahí que no todo acto o práctica que tenga como efecto alterar los precios de los títulos estará alcanzado, sino sólo aquellos en los que exista intención de manipular artificialmente tales precios. La víctima que accione por daños deberá acreditar esa intención, no bastando la sola prueba de la alteración efectiva de las cotizaciones. En tal sentido, la Corte Suprema de los Estados Unidos ha dicho repetidas veces que el término manipulación está limitado a ciertas transacciones específicamente diseñadas para alterar artificialmente los precios de los títulos<sup>801</sup>.

La manipulación de precios puede asumir diversas formas. Ciertos elementos son clásicos a la hora de analizar una conducta: volcar pocos títulos en el mercado; que los

---

<sup>801</sup> Cfr., por ejemplo, “Santa Fe Industries, Inc. c. Green”, fallo del 23 de marzo de 1977, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/430/462/>.

precios a los que el manipulador opera lideren el mercado de esos títulos; dominación o control del mercado; y colapso del mercado luego de que la manipulación haya cesado, esto es, caída de las cotizaciones de los títulos. Se trata de elementos típicos y caracterizantes, pero no necesariamente presentes en todos los casos. A esto debe agregarse la presencia del elemento subjetivo de la intención.

(A) Las prohibiciones del artículo 9, de la Ley de 1934.

El párrafo (a), de la norma en comentario, establece que será ilegal para cualquier persona que, directa o indirectamente, mediante el uso del correo o de cualquier medio comercial interestatal o por medio de un mercado bursátil nacional o para cualquier miembro de uno de tales mercados:

(1) con el fin de crear una apariencia falsa o engañosa de actividad negociadora sobre un título o con respecto a un mercado para ese título: (A) realizar cualquier transacción con dicho título que no implique el cambio de su último beneficiario; o (B) emitir órdenes de venta o adquisición sobre tal título sabiendo que otra orden u órdenes han sido emitidas o serán emitidas sustancialmente al mismo tiempo, al mismo precio y por el mismo volumen;

(2) Realizar, solo o con una o más personas, una serie de transacciones sobre cualquier título, registrado o no, que implique crear o aparente crear un mercado activo para tal título, o alzar o decrecer el precio de tal título, con el propósito de inducir a la compra o venta del mismo por parte de terceros;

(3) Respecto de agentes, o cualquier persona que venda o compre u ofrezca comprar o vender cualquier título, registrado o no, inducir la compra o venta de tal título mediante la difusión de información en el curso ordinario de sus negocios que contenga la afirmación de que el precio de tal título se elevará o decrecerá por causa de operaciones de mercado realizadas por una o más personas con el fin de elevar o decrecer dicho precio;

(4) Respecto de agentes, o cualquier persona que venda o compre u ofrezca comprar o vender cualquier título, registrado o no, y con el propósito de inducir a la compra o venta de tal título, realizar declaraciones que, al momento de efectuadas y a la luz de las circunstancias bajo las cuales fueron hechas, sean falsas o engañosas con respecto a cualquier hecho relevante y siempre que el autor de tales declaraciones tenga

conocimiento o fundamento razonable para creer que dichas declaraciones eran falsas o engañosas;

(5) Inducir (mediante contraprestación recibida directa o indirectamente de parte de un agente o cualquier persona que venda o compre u ofrezca comprar o vender cualquier título, registrado o no) a la compra de dicho título mediante la difusión de información que contenga la afirmación de que el precio de tal título se elevará o decrecerá por causa de operaciones de mercado realizadas por una o más personas con el fin de elevar o disminuir dicho precio;

(6) Realizar transacciones, solo o con el concurso de una o más personas, para la compra o venta de cualquier título con el fin de fijar o estabilizar el precio de dicho título en contravención a las normas que la SEC emita como necesarias o apropiadas para proteger el interés público o a los inversores<sup>802</sup>.

Por su parte, el párrafo (b), del artículo en comentario, dispone que será ilegal para cualquier persona realizar, en contravención a las normas que la SEC emita como necesarias o apropiadas para proteger el interés público o a los inversores, cualquier transacción que transfiera opciones o privilegios de adquirir o vender un título sin estar obligado a ello, o cualquier futuro o swap sobre tal título o que involucre a la emisora de dicho título; o cualquier transacción (por sí o por cuenta de otro) sobre cualquier título en el que la persona tenga, directa o indirectamente, cualquier interés en tales opciones, privilegios, futuros o swaps.

El párrafo (c), del artículo en cuestión, prohíbe a cualquier agente o miembro de un mercado bursátil nacional, directa o indirectamente, garantizar o respaldar la performance de cualquier opción o privilegio en relación con cualquier título en contravención a las normas que la SEC emita como necesarias o apropiadas para proteger el interés público o a los inversores.

El párrafo (d) prohíbe las ventas en corto cuando se realizan con intención de manipular el mercado.

El párrafo (f), del artículo 9, crea expresamente una acción civil por daños en

---

<sup>802</sup> Traducción del autor.

favor de cualquier inversor dañado por cualquier conducta violatoria de las prohibiciones antes reseñadas, limitada a transacciones que involucren títulos que cotizan en un mercado bursátil nacional. La norma requiere que el daño surja directamente de la compra o venta de un título manipulado, lo que parecería consagrar el principio de la causa próxima (*proximate cause*). El inversor perjudicado puede reclamar daños basados en la diferencia entre el valor real del título y el precio afectado por la conducta manipuladora. La acción sólo alcanza a personas que intencionadamente han participado en dicha conducta. Este requisito parece ser más gravoso que la mera intención exigida en otras acciones civiles. Todo esto hace que esta acción no sea comúnmente intentada<sup>803</sup>.

Conforme jurisprudencia de la Corte Suprema de los Estados Unidos, esta acción es acumulativa con la prevista en el artículo 10(b), de la Ley de 1934<sup>804</sup>. Un inversor perjudicado puede intentar cualquiera de las dos o ambas acciones, siempre que se reúnan los elementos para admitir cada una de ellas.

(B) La acción del artículo 10(b), de la Ley de 1934.

La acción que surge de la norma del epígrafe constituye por lejos la más difundida y utilizada en los Estados Unidos para obtener reparación por daños en los mercados de capitales. El artículo en cuestión establece:

*“Será ilegal para cualquier persona que, directa o indirectamente, mediante el uso del correo o cualquier medio de comercio interestatal o un mercado bursátil nacional, [...]*

*... (b) Utilice o emplee, en relación con cualquier título valor, registrado o no, cualquier mecanismo manipulador o destinado a engañar o cualquier práctica en contravención a las normas que la SEC emita como necesarias o apropiadas para proteger el interés público o a los inversores.”*<sup>805</sup>

---

<sup>803</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 284.

<sup>804</sup> “Herman & MacLean c. Huddleston”, fallo del 24 de enero de 1983, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/459/375/>.

<sup>805</sup> Traducción del autor.

A su vez la SEC, en uso de las facultades que le delega la norma transcrita, emitió en 1942 la Regla 10b-5 que dispone:

*“Utilización de prácticas manipuladoras o destinadas a engañar:*

*Será ilegal para cualquier persona que, directa o indirectamente, mediante el uso del correo o cualquier medio de comercio interestatal o cualquier mercado bursátil nacional, en relación con la compra o venta de cualquier título:*

*(a) Emplee cualquier mecanismo, esquema o artificio para defraudar;*

*(b) Efectúe una declaración falaz que afirme un hecho relevante u omita declarar un hecho relevante necesario para que las declaraciones efectuadas, a la luz de las circunstancias en las que fueron hechas, no sean engañosas; o*

*(c) Realice cualquier acto, práctica o curso de negocios que opere o pueda operar como un fraude o engaño a cualquier persona.”<sup>806</sup>*

Esta norma debe verse en conjunto con las disposiciones sobre responsabilidad establecidas en la Ley de Valores de 1933, ya comentada. En este sentido, como se dijo, la Ley de 1933 prevé expresamente varias acciones civiles por daños, contra las pocas que establece la Ley de 1934, amén de que éstas son mucho más limitadas en su alcance.

Pero la gran diferencia es que las acciones civiles previstas en la Ley de 1933 se aplican a casos en los que ha habido fraude en relación con la venta de valores, excluyendo las adquisiciones. Las acciones previstas en la Ley de 1934 (por ejemplo, en los artículos 9(f), ya comentado, y 18(a), que se analizan más adelante) no distinguen entre compradores y vendedores, pero se limitan a valores sujetos a los requerimientos de registración y suministro de información contenidos en dicha ley. Al contrario, las normas del artículo 10(b), de la Ley de 1934 y su contrapartida reglamentaria establecida en la Regla 10b-5, resultan mucho menos limitantes. De ahí su uso extendido.

Cuando en 1942 la SEC sancionó la Regla 10b-5, creó, tal vez sin ser consciente del alcance que tendría, una formidable arma antifraude. No obstante, la norma no fue pensada para conferir una acción civil por daños a los inversores, sino como herramienta

---

<sup>806</sup> Ídem.

de responsabilidad administrativa para uso de la propia SEC. Sin embargo, ya en 1946, una Corte Federal Distrital consideró que, a pesar de no estar prevista expresamente en el texto de la Regla, ésta confería una acción civil por daños a los inversores perjudicados por las conductas en ella descritas<sup>807</sup>.

A partir del fallo mencionado, esa doctrina floreció a nivel de los tribunales federal de primera y segunda instancia, pero sin el aval de la Corte Suprema, la que recién la consagró en 1971<sup>808</sup>.

Durante los años 70' y 80', sin embargo, una serie de decisiones del máximo tribunal de los Estados Unidos no sólo restringió la aplicación de la acción implícitamente prevista en la Regla 10b-5, sino también la posibilidad de inferir otras acciones civiles no expresamente previstas en las leyes sobre valores, tendencia que se ha mantenido hasta nuestros días. En primer lugar, la Corte determinó que, para admitir la acción, el actor tenía que ser o comprador o vendedor de un título, lo que excluyó la posibilidad de extender la acción a casos en que el inversor se abstiene de operar como consecuencia de la conducta fraudulenta o engañosa<sup>809</sup>.

Posteriormente, la Corte Suprema consideró que la demostración de negligencia de parte del demandado no era suficiente para el progreso de la acción, sino que el actor debía demostrar la intención de defraudar o engañar (*scienter*) en el demandado<sup>810</sup>.

Finalmente, la Corte también estimó que la conducta imputada debía ser

---

<sup>807</sup> Corte de Distrito de Pennsylvania en “Kardon c. National Gypsum Co.”, fallo del 19 de agosto de 1947, disponible en línea en: <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/73/798/2125350/>. La Corte manifiesta que, a pesar de que la norma no prevé expresamente una acción civil, su existencia resulta implícita bajo los principios generales del derecho. Esta amplitud, sin embargo, ha sido luego, como se verá, fuertemente restringida por la Corte Suprema.

<sup>808</sup> Caso “Superintendent of Insurance c. Bankers Life & Casualty Co.”, fallo del 8 de noviembre de 1971, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/404/6/>.

<sup>809</sup> Caso “Blue Chip Stamps c. Manor Drug Stores”, fallo del 9 de junio de 1975, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/723/>.

<sup>810</sup> Caso “Ernst & Ernst c. Hochfelder”, fallo del 30 de marzo de 1976, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/425/185/>.

engañoso<sup>811</sup>.

En cuanto a su ámbito jurisdiccional, resulta relativamente sencillo acceder a la jurisdicción federal. Todo lo que se necesita es demostrar que algún aspecto de la transacción cuestionada ha involucrado el uso de algún medio de intercambio interestatal. Incluso una llamada telefónica interestatal ha sido considerada suficiente. Asimismo, resulta aceptado que, intentada la acción por ante un tribunal federal, cualquier otra acción judicial relacionada y ya iniciada ante un tribunal estadual (por ser de competencia estadual, tal como cuestiones intrasocietarias), puede ser atraída a la jurisdicción federal. Igualmente, debe tenerse presente que, a partir de la sanción de SLUSA, cualquier acción de clase de más de cincuenta miembros debe ser siempre llevada a la jurisdicción federal.

(i) Elementos de la acción.

Existen varios elementos que deben estar presentes para la admisión de una acción civil bajo la Regla 10b-5, propios de ésta. El actor debe acreditar el fraude o engaño, la persona que lo ha causado, que ha sido comprador o vendedor de un título valor, y que el fraude o engaño ha sido realizado en relación con esa compra o venta. A estos elementos deben sumarse los propios de toda acción por fraude emergente del derecho común de daños (*common law of torts*): la relevancia del hecho fraudulento o engañoso, que la víctima ha confiado en ese hecho fraudulento o engañoso para comprar o vender el título (la información falsa o engañosa, por ejemplo), el nexo causal entre el daño y el hecho, y el propio daño.

(1) La compra o venta de un título valor.

La norma alcanza a compradores y vendedores de cualquier título, aun cuando esté exento de registración bajo las leyes de 1933 o 1934; incluso se aplica a títulos emitidos por una sociedad cerrada. También a títulos emitidos por el estado. La reforma en el año 2000 de la Ley de 1934 extendió el alcance también a los *swaps* sobre valores, los que técnicamente no son considerados títulos por la doctrina norteamericana.

En cuanto al requisito de ser comprador o vendedor, la norma lo exige sólo para

---

<sup>811</sup> Caso “Santa Fe Industries, Inc. c. Green”, ya citado.

el inversor perjudicado, no para el causante del daño. Basta que el acto dañoso esté en relación con la compra o venta de un título valor. La jurisprudencia ha interpretado este requisito de manera amplia: cualquier hecho que razonablemente afecte la decisión de un inversor razonable satisfará este requisito. Por ejemplo, la difusión de información al público en la que un inversor razonable confiaría. Inclusive un aviso publicitario técnico en un diario especializado podría entenderse como relacionado con la compra o venta de un título si es susceptible de afectar las decisiones de inversión de los lectores. Ello aun cuando quien difunde la información no sea comprador o vendedor de títulos. Obviamente, también lo será la información periódica presentada ante la SEC. En 1997, la Corte Suprema norteamericana sostuvo que una infracción a la Regla 10b-5 no requiere que el fraude esté relacionado con compradores o vendedores de títulos identificables. La violación a un deber de confidencialidad puede sostener una acción bajo esta norma en la medida en que la información confidencial sea utilizada en relación con la negociación con valores. De ahí que no sea necesario, según la Corte, que el dueño original de la información hacia quien se tiene el deber de confidencialidad sea un comprador o vendedor de títulos<sup>812</sup>. Esta amplia interpretación fue confirmada por otro fallo de la Corte del año 2002 en el que consideró que, si el fraude involucra valores, aun cuando no haya relación con una transacción específica, la Regla es aplicable<sup>813</sup>.

Los términos “compra” y “venta” también han sido interpretados ampliamente alcanzando incluso a transacciones en las que no hay contraprestación, en línea con lo dispuesto en el artículo 3(a)(14), de la Ley de 1934, que, al definir venta, no incluye el requisito de una contraprestación y sí contempla los contratos de venta aun cuando ésta no se haya concretado. Asimismo, la jurisprudencia ha entendido que la aplicación de la Regla 10b-5 no requiere que se identifique un título valor en particular o la demostración de que se ha pagado un precio a la hora de calificar como comprador a un accionante o incluso que haya habido efectivamente compra o venta de un título<sup>814</sup>. Lo esencial es que

---

<sup>812</sup> Caso “United States c. O'Hagan”, fallo del 25 de junio de 1997, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/>.

<sup>813</sup> Caso “SEC c. Zandford”, fallo del 3 de junio de 2002, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/535/813/>.

<sup>814</sup> Corte Federal para el Onceavo Circuito en “Grippo c. Perazzo”, fallo del 22 de enero de 2004,



la conducta dañosa se dirija a defraudar o engañar y afecte una decisión de inversión.

Por el contrario, un intercambio de acciones o la fusión con una sociedad holding efectuada sólo como reestructuración societaria no constituye una compra o venta de títulos bajo la Regla 10b-5<sup>815</sup>.

(2) La intención de defraudar.

La Regla 10b-5 describe determinadas conductas prohibidas, pero no establece un específico factor de atribución de responsabilidad. Surgió entonces la cuestión de si la norma abarcaba conductas negligentes o sólo omisiones o declaraciones intencionales. Como se mencionó, luego de veinte años de jurisprudencia dividida, en 1976, la Corte Suprema de los Estados Unidos, estableció, en el caso “Ernst & Ernst c. Hochfelder”, ya citado, que, para la admisión de una demanda por daños bajo la Regla 10b-5, debía acreditarse que el demandado actuó con intención (*scienter*)<sup>816</sup>. En un sentido estricto, esta intención se refiere a la voluntad de engañar o de suministrar información relevante con conciencia de su carácter falso o engañoso o de omitir conscientemente información relevante<sup>817</sup>.

Otra cuestión que mereció cierto debate es si una conducta temeraria cumplía el requisito intencional establecido por la Corte. En casos de fraude fallados por derecho común (*common law*), siempre se entendió que, en determinados casos, la demostración de una conducta desplegada con un desprecio temerario por la verdad o la formulación

---

disponible en línea en: <https://casetext.com/case/grippo-v-perazzo>.

<sup>815</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 294.

<sup>816</sup> En el caso “Aaron c. SEC”, también citado, la Corte determinó que el requisito de la intención se exigía tanto para la responsabilidad administrativa, como para la acción civil emergentes de la Regla 10b-5. En el caso de la responsabilidad penal, se exige además que el imputado haya actuado con conciencia de la criminalidad del acto (caso “United States c. Stewart”, fallo de la Corte de Apelaciones para el Distrito Sur de Nueva York del 27 de febrero de 2004, disponible en línea en: <https://www.leagle.com/decision/2004673305fsupp2d3681634>).

<sup>817</sup> A primera vista pudiera parecer que tener la intención de engañar no es lo mismo que suministrar información falsa con conciencia de su falsedad, que son cosas diferentes, pero en realidad son dos caras de la misma moneda: quien miente, engaña.

de declaraciones temerarias sin creer en su verdad cumplen el requisito intencional. Varios tribunales de primera y segunda instancia comenzaron a incluir esta conducta temeraria, en algunos casos exigiendo una notoria temeridad. En otros fallos se ha hablado de que un patente rechazo a ver lo obvio o a investigar lo dudoso constituye un indicio de conducta temeraria<sup>818</sup>. Hasta la fecha de esta obra no ha habido un fallo de la Corte Suprema ratificando esta doctrina, pero la mayoría de los tribunales de inferior instancia la aceptan.

Debe tenerse presente que demostrar la intención implica en definitiva probar un estado mental del sujeto, lo que puede conllevar dificultades probatorias. La jurisprudencia en general infiere ese estado mental a partir de determinadas conductas que aportan indicios (que deben ser razonables, fuertes, bastantes y no contradecirse con otros indicios). Conforme a las normas procesales norteamericanas, el reclamante debe describir la conducta dañosa minuciosamente (con *particularity*).

### (3) El requisito de la relevancia.

Para que la información falsa o engañosa o su omisión sea fundamento para una acción civil por daños emergente de la Regla 10b-5, esa información u omisión deben referirse a hechos relevantes. La Corte Suprema ha definido la relevancia en términos del tipo de información que un inversor razonable consideraría significativa a la hora de tomar una decisión de inversión. La relevancia de una determinada información se basa en un análisis altamente fáctico y debe verse en el contexto de toda la información disponible al público al momento de su emisión. En definitiva, el “test” de relevancia no depende de que las declaraciones sean literalmente verdaderas, sino de la posibilidad de que un inversor razonable esté debidamente informado. Así, la jurisprudencia ha determinado que, cuando, en el documento informativo de que se trate, exista un adecuado lenguaje advirtiendo a los inversores de que existen ciertos riesgos, algunas declaraciones que pueden ser consideradas optimistas en relación con la sociedad emisora o el título de que se trate no serán consideradas relevantes aun cuando no sean exactas.

---

<sup>818</sup> Caso “MBI Acquisition Partners c. Chronical Publishing Co.”, fallo de la Corte de Apelaciones para el Distrito del Oeste de Wisconsin del 6 de septiembre de 2001, disponible en línea en: <https://www.casemine.com/judgement/us/59147c64add7b0493442e0d4>.

Por otro lado, dado que la relevancia depende altamente de los hechos, no existe una fórmula para definirla sino más bien una casuística creada a partir de la jurisprudencia. De esta forma, puede mencionarse que se ha sostenido que la relevancia depende de que el damnificado demuestre que un inversor razonable la consideraría importante, sin que sea necesario acreditar que, en el caso concreto, la víctima hubiera actuado de diferente manera de conocer la inexactitud o falsedad de la información.

Ciertas declaraciones por lo general no son relevantes, como por ejemplo las demasiado vagas o las que refieren a información muy especulativa sobre posibilidades de la empresa. Las proyecciones sobre resultados futuros o sobre hechos que pueden sobrevenir o no tampoco pueden dar fundamento a una acción por daños bajo la Regla 10b-5, siempre que estén acompañadas de advertencias claras en tal sentido.

Como norma general, las opiniones no constituyen base para esta acción, salvo que se refieran a afirmaciones de los administradores sobre la compañía o sobre hechos relevantes. Por su parte, normalmente los administradores no serán responsables por las opiniones o estimaciones de analistas financieros u otro tipo de expertos, aún si ellos mismos le han proporcionado la información sobre la que basar dichas opiniones o estimaciones, salvo que se demuestre que la sociedad deliberadamente ha suministrado información inexacta con el fin de que los analistas la difundan a su vez en el mercado.

En relación con la información de hechos contingentes, su relevancia será juzgada a la luz de la magnitud del evento en cuestión y la probabilidad de su ocurrencia. Cuanto más importante y probable el evento, mayor la posibilidad de que sea relevante.

Una cuestión que suscitó mucho debate fue la de si era necesario informar la existencia de tratativas preliminares con vistas a una fusión o transferencia de control de sociedades. El principio general es que la Regla 10b-5 no impone un deber positivo de informar y, por lo tanto, el silencio no puede ser base para una demanda por daños bajo dicha Regla<sup>819</sup>. De ahí que la existencia de tratativas preliminares no debería ser

---

<sup>819</sup> En palabras de un fallo: “... *en ausencia de un específico deber [legal] de suministrar determinada información, incluso la información más relevante imaginable puede mantenerse fuera del alcance del público.*” (traducción del autor); Corte Federal de Apelaciones para el Distrito Sur de Nueva York, caso “Polak c. Continental Hosts, Ltd.”, fallo del 28 de junio de 1985, disponible en línea en:

informada. Sin embargo, en algunos supuestos puede existir la obligación de informar. Por ejemplo, si algún formulario que debe ser presentado ante la SEC o publicado interroga sobre la existencia de evoluciones relevantes en la situación de la compañía, el silencio sobre posibles operaciones futuras puede ser considerado una infracción a las leyes sobre valores. De la misma manera, una vez que la sociedad elige voluntariamente efectuar algún tipo de declaración sobre la cuestión (por ejemplo, como respuesta a inquietudes de la prensa o de algún analista financiero) dicha declaración y todas las que se relacionen con ella deben ser completas y exactas. Así, la Corte Suprema ha decidido en ese contexto que dejar de informar algún hecho relevante, luego de una primera declaración voluntaria, no puede ser excusado a causa de lo preliminar de las circunstancias informadas. Asimismo, afirmó que, en ese caso, escudarse en el secreto comercial resultaba contrario al deber de informar<sup>820</sup>.

Por otro lado, una vez que una información ha sido difundida (dejando de lado proyecciones, estimaciones u opiniones), la emisora o sus administradores tienen el deber de corregir cualquier inexactitud que aquella contenga. Incluso podría existir el deber de actualizar la información si han existido cambios relevantes, aunque en general la jurisprudencia considera que, si la información era exacta cuando fue difundida por primera vez, no existe un deber de actualizarla, aunque la mayoría de los tribunales entiende que sí es deber de la compañía corregirla si era falsa una vez que toma conocimiento de ello.

Otra cuestión que ha merecido ciertos debates es si las sociedades emisoras tienen la obligación de corregir rumores esparcidos por terceros. En general, la respuesta de la jurisprudencia ha sido negativa. Sin embargo, si la emisora decide reaccionar a esos rumores mediante declaraciones, éstas deben ser exactas. La mejor respuesta a los rumores es abstenerse de hacer comentarios (*no comments*). Asimismo, tampoco existe el deber de responder a opiniones de analistas o expertos, salvo que la misma sociedad emisora esté involucrada con el analista o experto en cuestión o respalde esas opiniones

---

<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/613/153/2156241/>.

<sup>820</sup> Caso “Basic Inc. c. Levinson”, fallo del 7 de marzo de 1988, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>.

haciéndolas suyas.

Finalmente, surge también la cuestión de la información brindada en sitios web. Si el sitio es mantenido por la emisora, la información allí brindada debe ser exacta y completa. El problema surge cuando aparecen sitios a los que redirige el portal de la compañía. Si aquéllos están esponsorizados por la compañía, ésta debe velar por la exactitud de la información allí expuesta. Cuando ello no es así, la sociedad debe dejar expresamente aclarado en su sitio que no se hace responsable por la información contenida en sitios de terceros a los que se redirige al usuario, salvo que, a pesar de la aclaración, existan otros elementos que permitan deducir que la sociedad hace suya la información contenida en esos sitios.

(4) La confianza en la información falsa o engañosa.

Para que una acción civil bajo la Regla 10b-5 pueda prosperar<sup>821</sup>, debe existir un elemento que la doctrina y jurisprudencia norteamericanas denomina *reliance*, que puede traducirse como dependencia o, más apropiadamente en este caso, confianza. Esto es, el hecho de que el inversor ha basado su decisión de inversión en (o ésta ha dependido de) la información falsa o engañosa. Se trata de un corolario del requisito de la relevancia: porque la información era relevante, el inversor basó su decisión en ella. Se trata de una cuestión esencialmente fáctica.

La Corte Suprema de los Estados Unidos determinó en 1972 que, en una transacción bilateral, cara a cara, entre comprador y vendedor, en la que el vendedor ha brindado información relevante inexacta, puede presumirse que el comprador ha confiado en dicha información. La Corte consideró que, una vez que se ha demostrado la relevancia de la información, es el demandado quien debe demostrar que el inversor en realidad no ha basado su decisión en dicha información<sup>822</sup>.

---

<sup>821</sup> Este elemento no se requiere para comprometer la responsabilidad administrativa.

<sup>822</sup> Caso “Affiliated Ute Citizens of Utah c. United States”, fallo del 24 de abril de 1972, disponible en línea en: <https://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/406/128.html>. Luego confirmado por la Corte en el caso “Basic Inc. c. Levinson”, ya citado y, más recientemente, en el caso “Halliburton Co. c. Erica P. John Fund, Inc.”, fallo del 23 de junio de 2014 (disponible en línea en:

El razonamiento tras esta decisión se basa en una concepción de los mercados financieros. Se considera que, en general, los mercados son eficientes y en un mercado eficiente los precios de los valores son determinados por el conjunto de la información disponible. La integridad del mercado depende de la difusión de información exacta sobre las compañías y los títulos que emiten. Cuando información falsa o engañosa es introducida en el mercado, puede modificar los precios de manera artificial. Esta circunstancia se la considera asimilable al fraude. La teoría del fraude en el mercado reconoce el impacto de la información inexacta y crea una presunción de que el inversor ha confiado en ella para tomar sus decisiones. Basta que el inversor perjudicado demuestre que el precio de los títulos en el mercado fue afectado por la información relevante inexacta o la omisión de información relevante y que su daño surge de la compra o venta de dichos títulos a dicho precio alterado.

Para poder aplicar la presunción, se requiere la presencia de tres elementos: que la información en cuestión haya sido relevante; que el mercado haya estado suficientemente activo como para poder considerar que ha sido eficiente, y que la información inexacta haya sido difundida públicamente<sup>823</sup>.

Alguna jurisprudencia ha sostenido la existencia de una defensa denominada “verdad en el mercado”. Incluso la Corte Suprema, en el caso “Basic Inc.”, ya citado, afirma que, aun en presencia de información relevante inexacta, si otra información ha sido difundida en el mercado y ha corregido los efectos de la primera (esto es, de la inexacta), entonces no existe base para una acción.

En 2021, la Corte Suprema de los Estados Unidos determinó que, al analizar el impacto de las declaraciones falsas en el precio de los títulos, los tribunales deben analizar si dichas declaraciones son genéricas, pues en ese caso podría no haber influencia en los

---

<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/573/13-317/>), pese a las críticas que ha recibido la teoría.

<sup>823</sup> Algunos tribunales, como la Corte del Onceavo Circuito, han ido más allá al sostener que, incluso si no existía un mercado eficiente, puede haber base para una acción civil bajo la Regla 10b-5 si el demandado sabía que no existiría un mercado activo sin la existencia del fraude, lo que alguna doctrina denomina la teoría del fraude que crea el mercado (Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 304). Otros tribunales rechazan esta postura.

precios, especialmente en casos de una información posterior correctiva. Normalmente, cuando una compañía emite una información negativa sobre la compañía que hace caer el precio de sus títulos, los accionantes alegan que esa nueva declaración corrige una anterior, falsa, y que la medida de la caída en la cotización se debe a esa primera información falsa. Pero la Corte sostuvo que, cuando existe un desfase entre la información negativa y la primera información presuntamente falsa, por ejemplo, cuando esa primera información es genérica y la segunda específica, es poco probable que la caída en el precio de los títulos pueda imputarse a una supuesta falsedad de esa primera declaración genérica<sup>824</sup>.

Finalmente, la presunción de dependencia debe ser razonable. Una vez que una información correcta ha sido difundida públicamente, no resulta razonable que el inversor confíe en declaraciones en contrario. Un inversor que es consciente (o debería serlo) de la falsedad de la información, no puede accionar bajo la Regla 10b-5. Lo mismo ocurre si el documento que contiene la información inexacta advierte claramente sobre la posibilidad de la inexactitud. Meras declaraciones orales o declaraciones escritas genéricas no cumplirían esa función.

(5) El nexo de causalidad.

En los Estados Unidos, la causalidad incluye dos conceptos diferentes: la causa de hecho y la causa legal. Esta última se traduce usualmente en la adopción de la teoría de la causa próxima, esto es, el último factor causal próximo al daño debe ser la conducta dañosa. Respecto de la causa de hecho, implica frecuentemente utilizar la regla *sine qua non*: de no ser por la conducta dañosa, el daño no habría ocurrido. La causa legal funciona a modo de límite de la responsabilidad aun cuando la causa fáctica esté acreditada. Los tribunales, tanto en temas generales de responsabilidad contractual como extracontractual, normalmente hablan de previsibilidad para determinar la extensión de la causa legal. La causalidad en el derecho de los mercados de valores echa mano de los mismos análisis de causa fáctica y causa legal. Sin embargo, en esta área del derecho, la jurisprudencia

---

<sup>824</sup> Caso “Goldman Sachs Group, Inc., et al c. Arkansas Teacher Retirement System, et al”, fallo del 21 de junio de 2021, disponible en línea en [https://www.supremecourt.gov/opinions/20pdf/20-222\\_2c83.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/20pdf/20-222_2c83.pdf). En el mismo fallo, la Corte reafirmó la doctrina del caso “Basic, Inc. c. Levinson” al sostener que la carga de la prueba del impacto en el precio de los títulos corre a cargo del demandado.

norteamericana ha desarrollado su propia doctrina causal, dividiendo los supuestos causales en dos categorías: causa de la transacción (*transaction causation*) y causa del daño (*loss causation*)<sup>825</sup>. Se trata de conceptos difíciles de precisar y una utilización descuidada de ellos puede causar una comprensión errónea de los problemas que se suscitan.

En una acción civil por daños basada en la Regla 10b-5, el actor debe demostrar la causa de la transacción, es decir, que, si no fuera por la conducta dañosa, la transacción no habría ocurrido al menos en la forma en que ocurrió. Ello implica que los términos de la transacción han sido significativamente afectados por la información relevante falsa o engañosa o por su omisión. Debe acreditarse un nexo causal directo entre la referida infracción y los términos de la transacción<sup>826</sup>.

Pero, además, si otros factores causales han afectado los términos de la transacción la viabilidad de la acción puede verse comprometida. La mayoría de los tribunales suelen presumir la existencia de una causa transaccional una vez que ha sido determinada la conducta dañosa. En 1991, la Corte Suprema de los Estados Unidos sostuvo que la inexactitud de la información suministrada en relación con una solicitud de voto a un accionista, cuando este voto no era necesario para realizar la transacción en cuestión, no podía dar sustento a una acción civil por daños<sup>827</sup>. En otras palabras, la Corte entendió que la información inexacta que afecta la transacción de una manera colateral no logra demostrar una relación causal directa apta para viabilizar la acción.

En el caso de la causa del daño (y no de la transacción) el reclamante debe demostrar que su daño (normalmente la disminución del valor de su inversión) es directamente atribuible tanto a la conducta dañosa como a la forma en que ocurrió la transacción. Se trata de la necesaria conexión entre la conducta y el daño. No es necesario que la información inexacta sea la causa exclusiva del daño, sino que es suficiente

---

<sup>825</sup> Hazen, Thomas Lee, “*Principles...*”, pág. 305.

<sup>826</sup> Se trataría en este caso de la categoría de daños a las condiciones de la transacción elaborada por Nicolas Spitz para el derecho francés y oportunamente comentada.

<sup>827</sup> En el caso “*Virginia Bankshares, Inc. c. Sandberg*”, fallo del 27 de junio de 1991, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/501/1083/>.



demostrar que fue un factor que contribuyó significativamente a producir el daño.

Esta concepción causal ha sido expresamente legislada a partir de PSLRA, que reformó el artículo 21(D)(b)(4), de la Ley de Mercados de Valores. Dicha norma establece que en toda acción civil por fraude con valores la causa del daño debe ser demostrada.

Una vez más, la determinación de esta causa depende en gran medida de los hechos de la causa, por lo que normalmente impide que la demanda sea desestimada en un estadio temprano del proceso (*summary judgement*). Sin embargo, si en la demanda no se detallan específicamente los hechos de los que resultaría la conexión causal del daño con la conducta (*loss causation*), el tribunal puede desestimar la acción preliminarmente<sup>828</sup>.

En este sentido, la Corte Suprema ha determinado que el cambio en el precio del título a continuación de la difusión pública de una información inexacta puede no ser suficiente para demostrar la causa del daño, es decir, que el actor no puede demostrar dicha causa solamente alegando el incremento artificial de la cotización del título como consecuencia de la información inexacta<sup>829</sup>. En este fallo, la Corte toma como momento en que se produce el daño no la afectación del precio como consecuencia de la información falsa o engañosa, sino el momento en que dicha información es rectificadada y los efectos que produce dicha rectificación. El razonamiento del máximo tribunal norteamericano es que, en el momento en que el inversor perjudicado adquiere los títulos a un precio artificialmente inflado como consecuencia de la información inexacta, no sufre ningún daño, pues el precio pagado se compensa en su patrimonio con el valor de los títulos adquiridos. La evolución posterior de la cotización de los títulos luego de la fecha de adquisición puede deberse a muchos factores distintos de la conducta dañosa. En definitiva, y aunque no lo dice explícitamente, se infiere de este razonamiento que sólo en el momento en que el precio vuelve a ser “normal”, es decir, fruto del libre juego

---

<sup>828</sup> En el derecho procesal norteamericano, una parte puede solicitar que la cuestión sea juzgada por el tribunal basándose sólo en las pretensiones de la demanda, antes de su contestación y sin apertura de la causa a prueba (ver la Regla 12, de las Reglas Federales para el Proceso Civil (*Federal Rules of Civil Procedure*)).

<sup>829</sup> En el caso “Dura Pharmaceuticals, Inc. c. Broudo”, ya citado.

de la oferta y la demanda (gracias a la rectificación de la información inexacta), puede apreciarse la relación causal entre la conducta y el daño. Esta doctrina ha sido criticada por varios autores<sup>830</sup>.

(ii) La cuantificación de los daños.

La estimación cuantitativa de los daños en acciones civiles bajo la Regla 10b-5 ha sido una tarea difícil para los tribunales norteamericanos. A ello se suma que existen pocos precedentes jurisprudenciales al respecto dado que en la enorme mayoría de este tipo de acciones se alcanzan acuerdos transaccionales antes de la sentencia de fondo. De todas maneras, pueden extraerse algunas pautas.

En primer lugar, existe acuerdo en que los daños punitivos no son viables en este tipo de acciones, salvo en el caso de acciones iniciadas ante algún estado bajo las reglas del derecho común de daños (*common law of torts*) y luego llevadas a la jurisdicción federal<sup>831</sup>.

Por otro lado, la extensión del daño reparable se limita al efectiva y directamente (próximamente) causado por la infracción alegada. Es lo que dispone el artículo 28(a), de la Ley de Mercados de Valores.

Fuera de estas reglas, la jurisprudencia ha sido variada y muchas veces contradictoria. Incluso en acciones bajo el derecho común la cuantificación del daño resulta un área poco definida.

Los tribunales han admitido varios métodos. Bajo el método llamado del “beneficio del negocio” (*benefit of the bargain*), el accionante recibe la diferencia entre el valor real del título recibido y el valor que tendría si la información inexacta fuera correcta. Se utiliza normalmente en casos de responsabilidad contractual. La mayoría de los tribunales lo rechaza en casos de fraude con valores, especialmente porque la

---

<sup>830</sup> Ver, por ejemplo, Fisch, Jill E., “*Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*”, University of Pennsylvania Law School, Faculty Scholarship, Paper 231, 13 de mayo de 2009.

<sup>831</sup> También en procesos arbitrales pueden ser admitidos los daños punitivos.

demostración de los elementos de la ecuación es altamente especulativa<sup>832</sup>.

La mayoría de los tribunales ha adoptado el método de la “pérdida de bolsillo” (*out of pocket loss*), generalmente utilizada en la responsabilidad extracontractual común. En este caso, el monto del daño es la diferencia entre el precio pagado y el precio real del título adquirido<sup>833</sup>.

La jurisprudencia ha utilizado también otros métodos, como el de los daños por rescisión, en casos en que el actor logra demostrar que directamente no habría realizado la transacción si hubiera conocido la falsedad o inexactitud de la información. Aquí el daño es equivalente al precio pagado, con más sus intereses y deduciendo cualquier ganancia percibida como consecuencia de la posesión del título (dividendos, amortizaciones, etc.)<sup>834</sup>.

En casos de daños por uso de información privilegiada, se ha utilizado el método de devolución de las ganancias percibidas por el infractor.

A partir de la reforma de la PSLRA, el artículo 21D(e), de la Ley de Mercados de Valores, establece que en cualquier acción civil por daños en que el actor estime un daño con referencia a la cotización de mercado de un título valor, la cuantificación de ese daño no deberá exceder la diferencia entre el precio de compra o venta pagado o recibido y la cotización promedio de ese título durante un período de noventa días a partir de la rectificación pública de la información inexacta. Si durante ese período el actor vende o

---

<sup>832</sup> Algunos tribunales lo han aceptado excepcionalmente cuando los montos involucrados han podido ser determinados con certeza.

<sup>833</sup> Podría pensarse que, en la práctica, los dos métodos arriban a iguales resultados dado que el precio de los títulos debería reflejar exactamente el efecto de la información falsa. En los hechos, puede ser que el precio no refleje ese efecto de manera exacta de ahí la dificultad de determinar con precisión el valor “artificial” del título. Cabe tener presente que, a partir del caso “Dura Pharmaceuticals Inc. c. Broudo”, ya citado, el momento para determinar el valor real del título debería ser el de la rectificación de la información inexacta.

<sup>834</sup> Esta sería la categoría de daños a la decisión, elaborada por Nicolas Spitz para el derecho francés y ya comentada.

recompra los títulos, dicho período se contará hasta la fecha de la venta o recompra.

(iii) Prescripción de la acción.

La acción civil por daños bajo la Regla 10b-5 prescribe a los dos años desde que el inversor toma conocimiento de la infracción, pero en ningún caso más allá de los cinco años de la fecha de aquélla.

(iv) Cuestiones procesales.

Como se dijo, la sanción de las leyes PSLRA y SLUSA, destinadas a evitar abusos en las acciones de clase, ha modificado ciertas normas procesales aplicables también a la acción civil emergente de la Regla 10b-5. Cabe remitirse a lo ya explicado en este sentido.

(v) La Regla 10b-5 y las operaciones con información privilegiada.

La existencia de una acción civil por daños emergente de la Regla 10b-5 basada en la realización de operaciones con información privilegiada (*insider trading*) ha sido muy cuestionada en los Estados Unidos, existiendo jurisprudencia contradictoria al respecto<sup>835</sup>. Preocupado por un aparente aumento de casos de uso indebido de información privilegiada, el Congreso Federal sancionó en 1984 la Ley de Sanciones al Uso de Información Privilegiada (*Insider Trading Sanctions Act*), aumentando las facultades estatales para perseguir dicho uso indebido. Posteriormente, en 1988, se sancionó la Ley de Persecución del Fraude con Valores y del Uso de Información Privilegiada (*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*) que estableció expresamente una acción civil por daños en favor de quienes operen simultáneamente con quien utiliza indebidamente la información privilegiada. Los daños en estos casos están limitados a las ganancias percibidas o pérdidas evitadas por las operaciones ilegales, con deducción de cualquier devolución de ganancias (no multas) como consecuencia de procedimientos administrativos iniciados por la SEC (artículo 20A, de la Ley de Mercados de Valores de 1934, agregado por la ITSFEA).

---

<sup>835</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 324.

Este tema no se desarrolla en extenso por exceder el ámbito de esta obra<sup>836</sup>.

(vi) La gestión deficiente de la empresa y la Regla 10b-5.

Como regla general, los incumplimientos por parte de los administradores de la sociedad en relación con la gestión de ésta, concretamente la violación del deber fiduciario de los administradores hacia los accionistas de la sociedad, en sí mismos no constituyen una infracción a las leyes federales sobre valores<sup>837</sup>. Naturalmente, si el incumplimiento societario va acompañado de un fraude o engaño a los accionistas, existirá fundamento para una acción civil por daños bajo la Regla 10b-5. El precedente clave en este tema es el caso “Santa Fe Industries, Inc. c. Green”, fallado por la Corte Suprema de Justicia el 23 de marzo de 1977<sup>838</sup>. En este caso, la acción civil de la Regla 10b-5 fue iniciada por un accionista que había sido obligado a vender sus acciones a favor de la mayoría como consecuencia de una fusión de sociedades (procedimiento de *freeze out*). La sociedad absorbente había cumplido con los requisitos legales de la fusión establecidos en las leyes del estado de Delaware y había suministrado toda la información exigida a los accionistas minoritarios y al evaluador independiente. El actor alegó que, dado que el precio al que tuvo que vender sus acciones había sido bajo, la transacción operó como un fraude o engaño en los términos de la Regla 10b-5. La Corte Suprema consideró que, para sustentar una acción civil bajo dicha norma, el actor debía demostrar el elemento de engaño, lo que no había sido logrado en el caso. La Corte razonó que algunos estados no tenían normas que previeran acciones civiles por violación de deberes fiduciarios en relación con transacciones como las del caso y que, por lo tanto, establecer una doctrina determinada sería federalizar el derecho societario interno, competencia no

---

<sup>836</sup> Para un análisis exhaustivo del uso de información privilegiada y sus consecuencias en el derecho norteamericano puede consultarse, entre otros muchos: Ferrara, Ralph, Nagy, Donna, Thomas, Herbert y Kim, Thomas, “*Ferrara on Insider Trading and The Wall*”, Law Journal Press, Nueva York, 2006.

<sup>837</sup> Este tipo de conducta ilícita es propio del derecho societario interno y cualquier acción judicial con él relacionada debe sustanciarse por ante los tribunales del estado en que la sociedad tiene su sede. Esta es una diferencia importante con los regímenes legales existentes en países de tradición continental en los que no existen ámbitos de responsabilidad diferenciados jurisdiccionalmente.

<sup>838</sup> Disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/430/462/>.

delegada por los estados.

Luego de este fallo, varios tribunales federales de primera y segunda instancia adoptaron una interpretación estricta de la doctrina sentada por la Corte Suprema con el fin de extender la aplicación de la Regla 10b-5, aunque el principio general sigue siendo el mismo: la norma no se aplica a incumplimientos meramente societarios.

En este sentido, resulta útil mencionar que la Corte, en el caso “Santa Fe Industries” ya mencionado, consideró que el alcance que debía darse a la Regla 10b-5 no podía exceder las facultades conferidas a la SEC por el Congreso bajo la ley de 1934 y concluyó que no había ningún indicio de que el Congreso hubiera pretendido prohibir cualquier conducta en general, incluyendo aquellas que no involucraran una manipulación o un engaño. De ahí que, sigue la Corte, la violación a los deberes fiduciarios de los directores (de diligencia y lealtad) sólo podrían servir de base a una acción bajo la Regla 10b-5 si la conducta imputada puede verse razonablemente como engañosa o como una manipulación, en los términos de dicha Regla. Lo contrario, dijo la Corte, significaría incluir en la norma federal en cuestión una amplia variedad de conductas tradicionalmente materia de la regulación estadual. En otras palabras, implicaría federalizar el derecho societario<sup>839</sup>.

Sin embargo, en los últimos tiempos y especialmente a partir del dictado de la ley Sarbanes-Oxley, la SEC ha comenzado a tomar una postura más estricta a la hora de hacer cumplir los deberes de información en cabeza de las emisoras. Incluso, como una forma de exigir a los directores de aquellas supervisar de manera más efectiva el cumplimiento de dichos deberes de información, ha terminado por considerar que dicho deber de supervisión es, en definitiva, un deber fiduciario emergente del deber de diligencia. Se trataría de un verdadero deber de los directores emergente o encuadrable en la legislación federal y no en la estadual, como lo fue tradicionalmente. En este sentido, resulta interesante mencionar que en 2003 por primera vez la SEC demandó a un director independiente por fraude con valores con fundamento en que dicho director no había controlado la información financiera de la compañía demostrando desinterés en cerciorarse de que dicha compañía contaba con procedimientos contables adecuados y

---

<sup>839</sup> La Corte volvió a reafirmar su posición en 1985 en el caso “Schreiber c. Burlington N., Inc.”, disponible en línea en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/472/1/>.

controles internos y que sus registros financieros eran exactos<sup>840</sup>. Es decir, por primera vez se imputó a un director la violación de un deber fiduciario, en este caso, de control, en el marco de una acción federal.

No obstante, esta tendencia de la SEC no se ha visto reflejada en la jurisprudencia judicial y, si bien la línea entre la regulación del derecho societario interno (estadual) y la de los mercados de valores (federal) se ha puesto en tela de juicio, el principio general se mantiene<sup>841</sup>.

(C) La acción civil del artículo 18(a), de la Ley de 1934.

La norma del acápite considera responsable a cualquier persona por suministrar información relevante inexacta o por omitir información relevante en cualquier documento que deba ser presentado ante la SEC bajo los términos de la Ley de 1934. Esta acción civil por daños está disponible para cualquier inversor que, habiendo leído el documento presentado, confíe efectivamente en la información allí contenida y, consecuentemente, experimente un daño. La jurisprudencia ha entendido que aquí, a diferencia de la acción emergente de la Regla 10b-5, no puede presumirse que el inversor ha basado su decisión en la información inexacta. Ese extremo debe acreditarlo, así como que ha tomado conocimiento del documento defectuoso<sup>842</sup>.

La acción no se aplica, sin embargo, a los informes anuales que deben ser enviados a los accionistas y presentados a la SEC, a menos que estén incorporados a documentos solicitando el voto de accionistas que sí son considerados para los efectos del artículo

---

<sup>840</sup> “SEC c. Chancellor Corp.”. A este siguieron otros casos como el de “SEC c. Krantz”, de febrero de 2011.

<sup>841</sup> Para una discusión sobre la posible federalización del derecho societario interno véase Mills, Carl W., “*Breach of Fiduciary Duty as Securities Fraud: SEC v. Chancellor Corp.*”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 10, Nro. 2, 2005, págs. 439 y ss., y también Steinberg, Marc I., “*The Federalization of Corporate Governance – An Evolving Process*”, *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 50, 2018, págs. 539 y ss.

<sup>842</sup> Por ejemplo, caso “Ross c. A. H. Robins Co.”, Corte Federal de Apelaciones para el Distrito Sur de Nueva York, fallo del 8 de enero 1979, disponible en línea en: <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/465/904/1420298/>.

18(a).

(D) Cuestiones comunes a las acciones civiles previstas o implícitas en la Ley de Mercados de Valores de 1934.

(i) Cláusulas limitativas de responsabilidad.

Así como ocurre con la Ley de Valores de 1933 (artículo 14), la Ley de Mercados de Valores de 1934 prevé en su artículo 29(a) que cualquier cláusula contractual que implique una renuncia a cualquier derecho o acción bajo dicha ley será nula. Por supuesto, esta norma no se aplica a liberaciones de responsabilidad como consecuencia de acuerdos transaccionales judiciales o extrajudiciales siempre que no sean totalmente gratuitos.

Por su parte, el artículo 29(b), de la Ley de 1934, establece que será nulo en su totalidad cualquier contrato que incluya entre sus prestaciones alguna que implique la infracción a una disposición de dicha Ley

(ii) Responsabilidad de controlantes.

El artículo 20(a), de la Ley de 1934, establece que cualquier persona que, directa o indirectamente, controle una persona que sea responsable bajo dicha Ley también será responsable ilimitada y solidariamente y en la misma extensión que la persona controlada. Para aplicar esta responsabilidad, el actor debe demostrar que la controlante tenía influencia o poder efectivo sobre la controlada y que la controlante indujo a, o participó en, la actividad ilegal. Este último requisito se lo define en términos de participación culpable.

El término control no está definido en la Ley de 1934, pero la SEC lo ha caracterizado en general como la posesión, directa o indirecta, del poder de dirigir o causar la dirección de la administración y las políticas de una persona sea a través de la tenencia de acciones con derecho a voto, de un contrato o de otro mecanismo (Regla 405, complementaria de la Ley de 1933). La forma más común de control es la de empleador-empleado, aunque en este caso la responsabilidad del empleador está limitada a transacciones realizadas en su nombre. No es necesario demostrar que existió control en la transacción concreta base de la acción.

Ante una alegación de responsabilidad, existen dos defensas: invocar y demostrar



que se actuó con buena fe (por ejemplo, que existía un sistema adecuado de supervisión y que se aplicaba eficientemente) o acreditar que no se participó en la infracción bursátil.

Existe jurisprudencia discordante sobre la cuestión de si esta responsabilidad del controlante es exclusiva o si puede acumularse con otras formas de responsabilidad bajo el derecho común (conforme a la teoría de la agencia o de la dependencia, por ejemplo). La mayoría de los tribunales se inclinan por negar esa exclusividad<sup>843</sup>.

(iii) Complicidad e incitación.

En casos de infracciones bursátiles, los actores frecuentemente demandan no sólo a quienes han sido infractores primarios, sino también a cualquier persona que haya ayudado a realizar el acto ilícito, generalmente buscando personas más solventes. Los conceptos de complicidad e incitación están tomados del derecho penal. Hasta 1994, las personas que participaban de una infracción bursátil eran condenadas como responsables solidaria e ilimitadamente con el principal infractor. En ese año, la Corte Suprema decidió que, en acciones civiles por daños, no existía responsabilidad de los participantes (aunque sí en la responsabilidad administrativa)<sup>844</sup>. En las acciones civiles los actores usualmente intentan caracterizar a los partícipes como infractores primarios de las leyes sobre valores, lo que habilitaría una acción directa contra ellos.

En este sentido, en la medida en que abogados y contadores elaboran y/o hacen públicos documentos que contienen información falsa o engañosa, pueden ser considerados como infractores primarios, como ocurrió en el caso Enron, por ejemplo. De todas maneras, hay que tener presente que las infracciones a la Regla 10b-5 dependen necesariamente del conocimiento que tenga el infractor del carácter falso o engañoso de la información, no tanto de si, de hecho, elaboró los documentos que contienen dicha información falsa o engañosa. En 2008, la Corte Suprema de Justicia consideró que la participación del demandado en la elaboración de la información falsa o engañosa debe haber existido al menos de forma aparente frente al actor para viabilizar una acción civil

---

<sup>843</sup> Es el caso de los tribunales del Circuito Onceavo (ver, por ejemplo, “Brown c. Enstar Group, Inc.”, fallo del 31 de mayo de 1996, disponible en línea en: <https://casetext.com/case/brown-v-enstar-group-inc>).

<sup>844</sup> En el caso “Central Bank of Denver, N.A. c. First Interstate Bank of Denver”, ya citado.

por daños<sup>845</sup>.

La Regla 10b-5 prohíbe a cualquier persona realizar declaraciones inexactas. Dado el uso del término “realizar”, se discute si la norma alcanza a quienes simplemente actúan como mensajeros diseminando la información. La Corte Suprema, en un fallo dividido cinco a cuatro, determinó que sólo existe violación a la Regla en el caso en que alguien realice efectivamente las declaraciones falsas o engañosas<sup>846</sup>. De esta manera, la Corte rechazó que “realizar” sea equivalente a “crear”, lo que hubiera permitido demandar a personas que difunden información falsa o engañosa elaborada por terceros. En el caso, la Corte entendió que, pese a la estrecha relación entre un fondo de inversión y su asesor de inversiones, éste no sería responsable por declaraciones efectuadas por el fondo aun cuando el asesor haya participado en la confección de las declaraciones. Esta posición no ha estado exenta de críticas por parte de la doctrina, dado que podría verse como una invitación a difundir información falsa mediante el simple medio de dividir las personas que elaboran y difunden dicha información<sup>847</sup>.

(iv) Responsabilidad ilimitada y solidaria o mancomunada.

El artículo 21D(f), de la Ley de Mercados de Valores de 1934, conforme el texto introducido por la PSLRA, cambió la regla que entonces existía sobre responsabilidad ilimitada y solidaria para acciones civiles emergentes de dicha ley. El nuevo texto establece un sistema de responsabilidad mancomunada en favor de aquellos demandados que no hayan cometido infracciones a la ley con conocimiento de ello, es decir, responden sólo por su parte de responsabilidad. Por el contrario, para quienes hayan cometido

---

<sup>845</sup> “Stoneridge Investment Partners, LLC c. Scientific-Atlanta, Inc.”, fallo del 15 de enero de 2008, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/552/148/>. Por otro lado, en 2019, la Corte Suprema cuestionó la división entre responsables primarios y responsables secundarios al sostener que el artículo 10(b) es lo suficientemente amplio como para incluir la difusión de información falsa o engañosa con intención de defraudar, incluso si el demandado no había redactado o elaborado dicha información (fallo “Lorenzo c. SEC”, 27/03/2019, disponible en línea en [https://www.supremecourt.gov/opinions/18pdf/17-1077\\_21o3.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/18pdf/17-1077_21o3.pdf)).

<sup>846</sup> “Janus Capital Group, Inc. c. First Derivative Traders”, fallo del 13 de junio de 2011, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/564/135/>.

<sup>847</sup> Hazen, Thomas Lee, “Principles...”, pág. 339.

violaciones a la ley con conocimiento de ello (sin incluir, por tanto, la culpa grave), regirá la responsabilidad ilimitada y solidaria.

En este sentido, el tribunal que actúe deberá determinar si el demandado violó efectivamente alguna norma de la Ley de 1934, cuál fue su parte o porcentaje de responsabilidad y si conocía o no que estaba cometiendo la infracción. Por su parte, si el actor demuestra que la indemnización a recibir conforme a la sentencia equivale a más del 10% de su patrimonio neto y que dicho patrimonio neto es menor a doscientos mil dólares estadounidenses, un demandado responsable de una infracción a la ley, pero respecto de quien no ha sido acreditado que ha cometido dicha infracción con conocimiento de ello, será responsable solidaria e ilimitadamente por cualquier porción no cobrada de la eventual indemnización. Asimismo, dicho demandado será responsable solidaria e ilimitadamente por hasta el 50% de la porción de responsabilidad de otro demandado que no haya podido pagar debido a su insolvencia<sup>848</sup>. Es decir, se trata de excepciones a la responsabilidad mancomunada en aras de preservar el objetivo de que el actor pueda cobrar la totalidad de su indemnización.

(v) Derecho de repetición y acuerdos de indemnidad.

En el caso en que los demandados hayan sido hallados responsables ilimitada y solidariamente frente al actor, la totalidad de la eventual indemnización por daños y perjuicios puede ser cobrada de uno o más de ellos. Conforme a los principios del derecho común de daños (*common law of torts*), el tribunal puede distribuir la carga de pagar la indemnización entre los responsables solidarios requiriendo a cada uno pagar su porción de los daños. Asimismo, cualquier demandado que haya pagado la totalidad de la indemnización puede repetir lo pagado de los demás demandados.

Al respecto, la Corte Suprema de Justicia ha determinado que existe un derecho

---

<sup>848</sup> Los demandados en estas condiciones podrán repetir de los restantes demandados lo pagado al actor dentro de los seis meses de la fecha de pago. En general, cualquier demandado condenado puede accionar por repetición contra cualquier responsable no incluido en la demanda dentro de los seis meses de la fecha de la sentencia. Asimismo, cualquier demandado que haya arribado a un acuerdo transaccional con el actor antes de la sentencia no tendrá derecho a repetición y el tribunal deberá reducir el monto de la indemnización eventualmente otorgada en la sentencia en una suma equivalente a la pagada por el demandado al actor en virtud de dicho acuerdo transaccional.

de repetición emergente de la acción civil por daños de la Regla 10b-5<sup>849</sup>.

Por el contrario, como ya se dijo, los acuerdos de indemnidad en general no están permitidos en materias concernientes a la Ley de 1934.

#### 4.- Conclusiones.

Los Estados Unidos son el país en que más se han desarrollado los procesos judiciales por responsabilidad civil emergente de los mercados financieros<sup>850</sup>.

Este sistema de responsabilidad, de resorte prácticamente exclusivo de la jurisdicción federal<sup>851</sup>, ha servido como una poderosa herramienta de regulación de los mercados, al mismo nivel que la regulación legal y administrativa. Las grandes sumas que se otorgan como indemnización (o que se convienen en acuerdos transaccionales), especialmente en las acciones de clase, sumado a la fuerte responsabilidad penal y administrativa, operan como un poderoso incentivo para el cumplimiento de las leyes de títulos y mercados de valores. Los doctrinarios más liberales abogan por una menor regulación legal y un mayor énfasis en los sistemas de responsabilidad. Las graves crisis de 2001 y 2008/2010 demostraron que los mercados de valores estadounidenses, con ser los más competitivos y desarrollados del mundo, no eran capaces por sí solos de evitar la aparición de conductas fraudulentas o nocivas para la economía. De ahí el endurecimiento

---

<sup>849</sup> “Musick, Peeler & Garrett c. Employers Insurance of Wausau”, fallo del 1 de junio de 1993, disponible en línea en: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/508/286/>.

<sup>850</sup> Las acciones judiciales de clase por responsabilidad en mercados de valores en los Estados Unidos se inician invariablemente cada vez que ocurre una baja en la cotización de los títulos de una sociedad cotizada. A pesar de los muchos intentos realizados por parte de las autoridades regulatorias, estas acciones continúan en auge, representando miles de millones de dólares anuales en acuerdos transaccionales y originando costos a las empresas por cientos de millones de dólares en primas de seguro y honorarios de abogados. Téngase presente que la gran mayoría de estos procesos judiciales se terminan mediante una desestimación preliminar por parte del tribunal, generalmente ante de iniciar el proceso de ofrecimiento de prueba, o mediante un acuerdo transaccional, luego de presentada dicha prueba.

<sup>851</sup> Como se vio, las leyes federales resultan aplicables en general cuando la operación abarca más de un estado o cuando los títulos de la emisora son ofrecidos en más de un estado. También existen supuestos específicos, como las acciones de clase de más de cincuenta miembros, que siempre serán federales.

de la legislación sobre la materia, a partir de la Ley Sarbanes-Oxley y siguiendo con la Dodd-Franck, oportunamente comentadas. El temor de muchos analistas de que estas mayores regulaciones legales implicaran una pérdida de competitividad del mercado estadounidense no se cumplió en la realidad, verificándose el fenómeno contrario: siguió siendo elegido (y aún más que antes) por las grandes empresas para negociar sus títulos precisamente por ser un mercado altamente protector de los inversores. A ello contribuye no poco el aceitado y eficaz sistema judicial de responsabilidad civil estructurado a través de un elenco legal de acciones por daños y una jurisprudencia dictada en su consecuencia que cubren adecuadamente los diversos aspectos que pueden asumir los daños bursátiles.

La responsabilidad civil constituye así en ese país una herramienta indispensable para la adecuada protección de los inversores y para una correcta regulación de los mercados.

## CAPÍTULO III

### **La responsabilidad civil de los directores de sociedades anónimas en los mercados de capitales en la Argentina**

#### 1. Introducción.

Sin dudas uno de los temas que más ha provocado debates y discusiones en el Derecho Societario es el de la responsabilidad de los administradores sociales. A ello contribuyen no solamente las normas legales, a veces poco claras, según los países, o los criterios jurisprudenciales, no pocas veces elaborados por jueces con poca formación en esta rama del derecho, sino también el indiscutible efecto que posee el sistema de responsabilidad en la administración de la sociedad, en su financiamiento, en su performance económica y en la de todo el mercado, especialmente del mercado de capitales. Desde el análisis económico del derecho se ha analizado largamente ese efecto, particularmente en los Estados Unidos donde existe una profusa literatura jurídica, económica, financiera y de administración que advierte sobre el necesario equilibrio que debe existir entre una regulación que proteja a los inversores, pero que al mismo tiempo no signifique una carga demasiado onerosa para los administradores y las sociedades que termine configurando un desincentivo para la toma de decisiones de negocios innovadoras y audaces. Todo ello en un contexto en que deben moverse las empresas cada vez más globalizado y volátil, al que el *management* debe ser capaz de responder con agilidad y adaptabilidad, so pena de hacer fracasar y aún desaparecer las sociedades que administran.

Estos condimentos se agregan a la evolución propia del sistema de responsabilidad civil que ha pasado de estar centralizada en el autor del daño, a focalizarse en la víctima y la necesidad de la reparación del perjuicio. Precisamente a partir de esta evolución ha surgido una tendencia en parte de la doctrina jurídica que propugna el endurecimiento cada vez mayor de la responsabilidad de los administradores agregando progresivamente deberes y cargas a aquéllos y haciendo, al decir de Manóvil, que hasta a un jurista experto se le haga difícil medir el alcance de todos los deberes y riesgos

personales que asume un administrador social<sup>852</sup>.

## 2. El marco normativo.

Ahora bien, tradicionalmente se ha entendido a la responsabilidad societaria como un subsistema dentro del régimen general de la responsabilidad civil, el que a su vez reconoce otros microsistemas: la responsabilidad de la sociedad, la de sus socios y la de sus administradores. La existencia de normas específicas sobre responsabilidad en la LGS planteó pronto la pregunta sobre la prelación normativa entre las normas sobre responsabilidad civil del Código de Vélez Sársfield y dichas normas societarias. La doctrina consideró siempre que debían primero aplicarse las normas contenidas en la Ley de Sociedades Comerciales No. 19.550 (hoy LGS) y, en lo no previsto en ellas, las del Código Civil<sup>853</sup>. La sanción del Código Civil y Comercial, pese a las apariencias, no ha modificado esta solución. En efecto, el nuevo cuerpo normativo respeta la coexistencia de los microsistemas jurídicos, en línea con las modernas tendencias codificadoras que

---

<sup>852</sup> Manóvil, Rafael, “*Responsabilidad civil de los administradores societarios*”, en Revista de Derecho de Daños, Tomo 2016-3, “*Responsabilidad de los profesionales*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2016, pág. 215. Julio César Rivera, criticando también esta tendencia, llega a hablar de un “panresponsabilismo” que implica que siempre que alguien sufre un daño se busca un responsable solvente a quien demandar, lo que ha provocado diversos efectos negativos desde la elevación de los costos de las primas de los seguros hasta la desaparición de ciertos productos del mercado (Rivera, Julio César, “*Estudios de Derecho Privado (1984-2005)*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2006, págs. 610 y ss.). Al respecto, Favier Dubois (h.) sostiene que: “... *dirigir una empresa no es fácil, y hacerlo sin cometer errores que pudieran afectar los intereses de socios o terceros es prácticamente imposible. Esto es así porque toda decisión empresarial genera consecuencias que son interpretadas subjetivamente por aquellos a quienes perjudican o benefician. No obstante ello, los dirigentes de una empresa no pueden dejar de tomar decisiones ya que la inacción es tanto o más perjudicial que las medidas que pudieran tomar, y pone en serio riesgo el futuro de la empresa. Algunas de esas decisiones suponen un riesgo propio para el director o gerente que debe tomarlas, ya sea porque podrían comprometerlo penalmente o porque podrían poner en riesgo su patrimonio personal [...] Cargar las tintas en forma exagerada sobre la responsabilidad de los directores podría llevar al incremento del empleo de testaferros, con las dificultades de todo tipo que tales acciones originan*” (Favier Dubois [p], Eduardo M. y Favier Dubois [h], Eduardo M., “*Mecanismos para la limitación de la responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*”, en Doctrina Societaria y Concursal Errepar, N° 298, t. XXIV, septiembre de 2012).

<sup>853</sup> Cfr. Junyent Bas, Francisco, “*Responsabilidad civil de los administradores societarios*”, Ed. Advocatus, Buenos Aires, 1998, pág. 160.

han abandonado la idea decimonónica de abarcar en un sólo sistema legal todas las relaciones de derecho privado<sup>854</sup>. Así, ya desde el artículo 1º del Código se pretende incorporar al ordenamiento una serie de fuentes objetivas que, partiendo de la ley, no se agotan en ésta. Conjugando esta disposición con las de los artículos 2 y 3, el nuevo Código estructura una nueva manera de abordar el ordenamiento jurídico, a través del denominado “diálogo de fuentes”. En esta línea, el nuevo cuerpo legal contiene reglas específicas de prelación normativa que es preciso analizar.

A los efectos que interesan aquí, resultan relevantes las disposiciones de los artículos 150 y 1.709, del Código Civil y Comercial.

En cuanto a la primera de las normas mencionadas, resulta clara su intención: las reglas imperativas del microsistema de la LGS prevalecen sobre las normas de igual rango del Código Civil y Comercial. Lo mismo ocurre con las normas supletorias, aunque primando, en el caso de la LGS, las normas estatutarias sobre las normas supletorias.

La discusión se ha centrado en lo que se entiende por normas imperativas y por normas indisponibles. Al respecto, existe cierta divergencia en la doctrina, dado que el Código no precisa el contenido de dichos conceptos, aunque es claro que se trata siempre de límites a la autonomía de la voluntad. Alterini afirma que la noción de norma imperativa es el género y la de orden público, la especie<sup>855</sup>. Otros autores afirman que las normas imperativas son aquellas en las que existe un interés público de proteger intereses particulares y normas indisponibles (denominación utilizada por el artículo 1.709 y también por el 963, referido a los contratos) aquellas de orden público en los que está en juego no un interés privado que el estado desea tutelar, sino directamente un interés

---

<sup>854</sup> En tal sentido, cfr. Fiorenza, Alejandro Alberto, “*Prelación normativa en materia de responsabilidad civil. El vínculo del Código Civil y Comercial con los demás microsistemas del derecho privado argentino*”, SAIJ DACF 180194.

<sup>855</sup> Alterini, Jorge H. y Alterini, Ignacio E., “*Código Civil y Comercial comentado*”, La Ley, Buenos Aires, 2016, Tomo 1, pág. 95. En igual sentido, Araya, Miguel, “*Prelación de las normas del microsistema societario*”, ponencia presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en “*El Derecho Societario y de la Empresa en el Nuevo Sistema del Derecho Privado*”, Advocatus, Córdoba, 2016, Tomo 1, págs. 36 y ss.



público. Así, las normas imperativas serían aquellas que, si bien no pueden dejarse de lado por las partes, su incumplimiento o violación aparejaría una nulidad relativa y, por ende, confirmable. Por su parte, las normas indisponibles, o de orden público, serían las que, además de no poder ser dejadas de lado por las partes, su incumplimiento acarrea una nulidad absoluta e inconfirmable. En virtud de ello, para estos autores, el orden de prelación sería: en primer lugar, el microsistema societario, salvo cuando exista una norma de orden público en el Código Civil y Comercial, en cuyo caso se aplicará esta última por sobre las normas imperativas de la ley especial. En caso de colisión entre normas de orden público de la LGS y el Código, deberá ponderarse el interés público en juego en cada caso<sup>856</sup>. A su turno, Marsili considera que la LGS desplaza siempre al Código Civil y Comercial, que se aplica sólo a supuestos no tratados en la legislación societaria<sup>857</sup>.

El problema se vincula con la cuestión de si en el derecho societario existe un orden público. Tampoco está conteste la doctrina en este punto<sup>858</sup>.

---

<sup>856</sup> Barreiro, Marcelo, Ferro, Carolina, Scampini, María Carla, Madero, Tamara, García, María Gimena, Arecha, Martín, Rosemblit, Mario, Winik, Raquel, Pastore, Romina, Caminos, Mónica, Ramírez Bosco, Lucas, De León, Darío, Onorati, Alejo y Cultraro, Gustavo, “*La prelación normativa del artículo 150 del Código Civil y Comercial*”, ponencia presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en “*El Derecho Societario...*”, Tomo 1, págs. 41 y ss.

<sup>857</sup> Marsili, María Celia, “*La Ley 19.550 como microsistema normativo autosuficiente para los sujetos regulados. Aplicación e interpretación*”, ponencia presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en “*El Derecho Societario...*”, Tomo 1, págs. 59 y ss.

<sup>858</sup> Ver en este sentido, Van Thienen, Pablo y Di Chiazza, Iván, “*Orden público societario... ¿estás ahí?*”, publicado en CEDEF Law & Finance, disponible en línea en: <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201743017471-133.pdf>, sosteniendo la inexistencia del orden público en materia societaria. En igual sentido, Rovira, Alfredo, “*Necesaria reforma integral de la Ley General de Sociedades. Régimen de sociedad anónima simplificada*”, La Ley 2016-F, 515. En contra, Martorell, Ernesto, “*Ley de Sociedades, orden público y defensa de valores comunitarios fundamentales*”, La Ley, 2017-E, 787, y Martorell, Ernesto, “*El Orden Público en el Derecho Societario Argentino. Vigencia y embates de la posmodernidad*”, La Ley, diario del 05/11/2018. Personalmente considero que en la LGS existen claramente normas indisponibles, sea porque contemplan intereses privados pero que el estado

Marcos, en especial referencia a la responsabilidad civil, sostiene un criterio similar al de los autores mencionados en primer término, es decir, se aplicarán en primer lugar las normas de la LGS y luego, en lo no regulado por ésta, las del Código Civil y Comercial, salvo que este último cuerpo normativo contenga normas de orden público (o indisponibles, que se entienden como sinónimos), en cuyo caso desplazarán a las imperativas de la LGS<sup>859</sup>.

Por mi parte, adhiero a este criterio, agregando que, en caso de colisión entre normas de orden público contenidas en ambos ordenamientos y sobre el mismo punto, deberán prevalecer las de la LGS, por ser la ley especial de la materia<sup>860</sup>. Como consecuencia de ello, no se aplicarán a las sociedades reguladas en la LGS las normas de los artículos 144, 149 y 160, del Código<sup>861</sup>. De todas maneras, el régimen general y los

---

desea tutelar, sea porque se considere que refieren a intereses públicos (esto parece más difícil de sostener). En definitiva, hay normas que no pueden ser dejadas de lado por las partes, aunque la razón de ello es más difícil de determinar. Probablemente haya quedado como resabio de la antigua concepción de la sociedad como entidad que compromete el interés público (la clásica desconfianza en estas sociedades que, como se vio, existió incluso en los Estados Unidos). También puede entenderse a la concesión, sobre todo en la sociedad anónima, de “privilegios” tales como la limitación de responsabilidad de los socios (de nuevo, esta terminología, utilizada por ciertos autores incluso en la actualidad, remite inevitablemente a los tiempos de los *charters* o concesiones estatales). En la LMC está más claro el interés público de proteger a los inversores.

<sup>859</sup> Marcos, Fernando Javier, “*Las reglas de prelación normativa entre el Código y la Ley General de Sociedades en materia de responsabilidad*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Advocatus, Córdoba, 2019, Tomo III, págs. 2.043 y ss.

<sup>860</sup> Disquisición más teórica que práctica, dado que la LGS deja un amplio campo de la responsabilidad civil sin regular, remitiendo así al Código, aunque el factor de atribución subjetivo sigue siendo, como se verá más adelante, el que rige en el ámbito societario como principio insoslayable.

<sup>861</sup> Marcos, Fernando Javier, “*El derecho de daños regulado por el Código Civil y Comercial y sus alcances en materia de responsabilidad de administradores societarios*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Tomo III, págs. 2.055 y ss. En contra, sosteniendo que varias normas sobre responsabilidad del Código Civil y Comercial se aplican a las sociedades y agravan la situación de los administradores, Martorell,

presupuestos esenciales para la aplicación de la responsabilidad civil no se encuentran regulados en la LGS, por lo que allí resultará de aplicación el Código Civil y Comercial, aunque el tema presenta algunas particularidades.

En este sentido, es claro que resultarán aplicables las normas sobre el deber de prevención (artículos 1.708 y ss. del Código), aunque coincido con Manóvil en que ello no debería implicar un agravamiento de los deberes de los administradores sociales más allá de lo dispuesto en la ley societaria, pues este deber de prevención siempre se consideró incluido en el deber de diligencia<sup>862</sup>.

Otra cuestión que se plantea es la aplicación del nuevo artículo 1.717, del Código Civil y Comercial, que establece que:

*“Antijuridicidad. Cualquier acción u omisión que causa un daño a otro es antijurídica si no está justificada.”*

De la lectura del texto surge que la norma presume la antijuridicidad toda vez que exista un daño como consecuencia de una acción u omisión. Corresponderá a quien se pretende atribuir responsabilidad demostrar la existencia de una causal de justificación (cumplimiento de un deber, ejercicio de un derecho propio, siempre que no exista abuso en dicho ejercicio, entre otros). Esta laxitud del texto ha generado ciertas críticas en general<sup>863</sup>. Concretamente, en el marco de la responsabilidad de los directores, Manóvil sostiene que una interpretación demasiado literal del artículo 1.717 llevaría al absurdo de responsabilizar a los directores por cualquier pérdida sufrida por un tercero, incluso dentro del ámbito de la discrecionalidad en materia de negocios, pues bastaría demostrar el daño para presumir su antijuridicidad<sup>864</sup>. Me permito agregar a ello que la norma del artículo 1.737, del Código Civil y Comercial también puede resultar ambigua cuando

---

Ernesto, “*El Código Civil y Comercial agrava la responsabilidad de los administradores de sociedades*”, La Ley 2016-D, 1180.

<sup>862</sup> Manóvil, Rafael, “*Responsabilidad...*”, pág. 222.

<sup>863</sup> Para una crítica global al sistema de antijuridicidad y daño del nuevo Código, cfr. Prieto Molinero, Ramiro, “*La cuestión de la antijuridicidad en la responsabilidad civil*”, La Ley 2016-E, 1049.

<sup>864</sup> Manóvil, Rafael, “*Responsabilidad...*”, pág. 222.

define el daño al hablar no sólo de lesión a un derecho, sino además a un interés no reprobado por el ordenamiento jurídico, expresión esta última que no resulta definida en parte alguna del Código.

La cuestión merece un tratamiento pormenorizado que excede el marco de esta obra, pero pueden sostenerse algunos principios.

En primer lugar, no debe perderse de vista que una interpretación armónica del conjunto del orden jurídico permitirá poner límites a una interpretación demasiado expansiva o no querida de las normas comentadas. Por un lado, adviértase que el artículo 1.717 no habla de atribución de responsabilidad, si no de antijuridicidad. La violación del principio *alterum non laedere* ciertamente resulta, en principio, antijurídica. Pero ello no basta para atribuir responsabilidad. Primero porque la antijuridicidad puede ser desplazada por las causales de justificación. Así, ¿no es acaso el ejercicio de un derecho de la sociedad el administrar sus negocios como mejor lo entiendan sus administradores, siempre dentro del marco del respeto a los deberes de diligencia y lealtad? Aún más, el mismo deber de diligencia exigirá a los administradores tomar decisiones de negocios según su discrecionalidad.

Pero, además, para que pueda atribuirse responsabilidad, será necesaria la concurrencia de los restantes presupuestos de ella, el factor de atribución y la relación de causalidad. Y la norma del artículo 1.717 nada nos dice sobre ellos. Podrá haber daño y presunción de antijuridicidad, pero el tercero dañado deberá demostrar, asimismo, el factor de atribución (subjeto, como veremos, en el caso de la responsabilidad societaria) y la adecuada relación de causalidad entre la conducta y el daño.

En definitiva, entiendo que las nuevas normas del Código sobre antijuridicidad y daño, aún con sus defectos, no agravan la responsabilidad de los administradores, pues las normas societarias constituirán límites a cualquier interpretación irrazonable de ellas.

Otro aspecto innovador del Código Civil y Comercial es el relativo al dolo eventual, receptado en el 1.724, y que fuera ya aceptado por la doctrina y la jurisprudencia.

En lo que respecta a la responsabilidad de los administradores, esa idea no resulta novedosa dado que la existencia de los deberes de diligencia y lealtad siempre deben interpretarse como un impedimento para desentenderse de los intereses afectados por sus

actos y decisiones o de sus consecuencias dañosas<sup>865</sup>.

Lo mismo cabe decir del artículo 1.725, del Código Civil y Comercial, cuando, al establecer las pautas de valoración de la conducta, se hace referencia a que, cuando existe una confianza especial, se deberán tener en cuenta la naturaleza del acto y las condiciones particulares de las partes. En materia societaria, el deber de lealtad previsto en el artículo 59, LGS, implica claramente una confianza especial depositada en el administrador.

Finalmente, cabe resaltar que, en el caso específico de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, deberán tenerse presentes también las normas de la LMC, que claramente desplazan a las de la LGS por tratarse de una ley con mayor especialidad que aquélla. La cuestión podría plantearse en torno a las Normas de la CNV, texto ordenado 2013. ¿Puede afirmarse que desplazan a las de la LGS? Entiendo que no, en la medida en que dichas Normas son reglamentarias de la LMC<sup>866</sup>.

### 3.- La persona jurídica y su responsabilidad.

La noción de personalidad jurídica societaria está estrechamente relacionada con los conceptos de capacidad, imputabilidad y responsabilidad. El primero de ellos, es decir, la aptitud de ser titular de derechos, deberes y obligaciones, se sustenta en la personalidad societaria, la que, conforme a la doctrina argentina mayoritaria en la materia, resulta un recurso técnico dispuesto por el ordenamiento jurídico para la satisfacción de determinados intereses<sup>867</sup>.

---

<sup>865</sup> En derecho norteamericano, como se vio, la jurisprudencia ha equiparado la conducta temeraria o con desprecio por la verdad (*reckless conduct*) a la intención de defraudar (*scienter*) como requisito para que proceda una acción por daños con base en la Regla 10b-5.

<sup>866</sup> De especial interés en lo que respecta a este trabajo son las normas establecidas en los Capítulos III (“*Órganos de administración y fiscalización. Auditoría externa*”) y IX (“*Prospecto*”), del Título II (“*Emisoras*”), el Título IV (“*Régimen informativo periódico*”), el Título XII (“*Transparencia en el ámbito de la oferta pública*”) y el Título XV (“*Autopista de la información financiera*”). El decreto 471/2018, reglamentario de la LMC no contiene normas sobre el tema.

<sup>867</sup> Para un panorama sobre las concepciones sobre la personalidad de los entes jurídicos, ver Mirande, Javier y Orquera Juan Pablo, “*Personalidad*”, en “*Sociedades Irregulares y de hecho. Una visión societaria, tributaria y concursal*”, págs. 29 y ss. Para un análisis de la persona jurídica en el Código Civil

Por su parte, la imputabilidad no es una característica de las personas, sino de la actividad que realizan, pues se trata de la atribución de un acto a quien lo ejecuta. Cuando ese acto imputado a una persona jurídica tiene como consecuencia la reparación de un perjuicio causado, estamos ante lo que se denomina responsabilidad en sentido estricto.

Concretamente, en cuanto a la persona jurídica, ésta actúa y se manifiesta por medio de una estructura orgánica, con vistas a un fin. Sus órganos obran dentro de la competencia que les fija la ley y/o los estatutos. Tienen competencia funcional, pero carecen de capacidad por sí mismos. La declaración de voluntad de la persona jurídica se exterioriza por medio de sus órganos, pero sus consecuencias se imputan a aquélla<sup>868</sup>.

A su turno, los órganos societarios están integrados por personas humanas que realizan conductas. Son estas conductas en definitiva las que deben tomarse en cuenta para imputarlas o no a la persona jurídica.

Con respecto a las sociedades reguladas en la LGS, el logro del propósito que los socios han tenido en mira al constituir las precisa de un medio ejecutante que es el órgano administrativo y de representación que actúa por la sociedad, de acuerdo con el alcance fijado en los estatutos y en la ley. Al decir de Verón, ... *“la actuación frente a terceros y el ejercicio de las actividades de su objeto social constituyen los dos aspectos sustanciales de la administración del fondo común, o sea, la representación y la gestión operativa de los negocios sociales, con lo que la sociedad comercial tanto es un sujeto de derecho —y como tal actúa frente a terceros en ejercicio de las actividades de su objeto social— como también una organización empresaria, destinada a la producción o intercambio de bienes o servicios”*<sup>869</sup>.

En este sentido, no deben confundirse las funciones de representación con la de la gestión de los asuntos sociales, pues se trata de dos cuestiones diferentes. En algunos tipos societarios, ambas funciones pueden ser ejercidas por el mismo órgano, verbigracia

---

y Comercial ver Junyent Bas, Francisco, *“Apuntes sobre la personalidad jurídica en el Código Civil y Comercial”*, RDCO 272, 673, Cita Online: AR/DOC/5215/2015.

<sup>868</sup> Niel Puig, Luis, *“Personas jurídicas privadas”*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2014, pág. 305.

<sup>869</sup> Verón, Alberto, *“Ley general de sociedades...”*, Tomo II, comentario al artículo 58, párrafo §

la gerencia en la sociedad de responsabilidad limitada. En las sociedades anónimas con directorio colegiado, la representación está encargada al presidente del directorio y la de gestión social al órgano directorio como tal<sup>870</sup>. Ningún director por sí, a no ser que sea mandatario, representa a la sociedad. La representación hace a la faz externa, a la exteriorización de la voluntad del ente y la gestión a la faz interna, de los administradores para con la sociedad.

En la representación orgánica el alcance de las facultades del representante no depende de su voluntad, sino de la ley y los estatutos<sup>871</sup>. Tampoco requiere de una previa resolución del órgano de administración o del de gobierno, pues, aún en ausencia de ella, el representante obligará a la sociedad frente a terceros (sin perjuicio de responder frente a la sociedad cuando tales resoluciones hubiesen sido necesarias), salvo que se trate de actos notoriamente extraños al objeto social, conforme lo dispone el artículo 58, LGS.

El órgano se integra con dos elementos: uno objetivo, es decir, el conjunto de las facultades y funciones que los estatutos y la ley le atribuyen, y otro subjetivo, esto es, las personas físicas que lo integran. Frente a terceros, el representante obliga a la sociedad cuando contrata en su nombre, sin que puedan serle opuestas a aquéllos ni el abuso de facultades en que hubiere incurrido, ni las restricciones estatutarias, salvo que el tercero las conozca<sup>872</sup>.

En este sentido, resulta importante distinguir la responsabilidad de la sociedad como tal, de la de sus administradores que, en el caso de la responsabilidad hacia terceros, puede prestarse a alguna confusión.

---

<sup>870</sup> Aún en las sociedades anónimas con directorio unipersonal deben distinguirse las funciones de representación y gestión, aunque sean desempeñadas por la misma persona.

<sup>871</sup> No viene al caso hacer aquí un *racconto* de las diversas teorías que intentaron explicar la relación entre el órgano de administración y la sociedad administrada, desde la teoría del mandato (recogida en los Códigos Civil y de Comercio), hasta la del órgano, expresada en la LGS y refrendada en el nuevo Código Civil y Comercial. Para un repaso de dichas teorías, ver Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo II, comentario al artículo 58, párrafo § 2.

<sup>872</sup> Cfr. Richard, Efraín Hugo y Muiño, Orlando Manuel, “*Derecho Societario*”, Astrea, Buenos Aires, 2000, págs. 213 y ss.

En cuanto a la primera, es doctrina y jurisprudencia pacíficas que las personas jurídicas son responsables por los actos de sus representantes o administradores cuando éstos actúan dentro de los límites de las facultades que les confieren los estatutos y la ley y, como se dijo, no sean notoriamente extraños al objeto social<sup>873</sup>. Se admite, sin embargo, que la sociedad pueda, excepcionalmente, responder por la actuación de sus representantes fuera de los límites expresados cuando, a consecuencia de ello, la sociedad experimentara un enriquecimiento sin causa. Se trata más bien de una solución de equidad y no de responsabilidad civil en sentido estricto<sup>874</sup>.

Asimismo, la persona jurídica responde también por los daños que causen quienes las dirigen o administren en ejercicio o con ocasión de sus funciones (artículo 1.763, del Código Civil y Comercial), norma que se aplica a las sociedades reguladas en la LGS, atento la falta de regulación específica en la ley especial. La norma mantiene y consolida la doctrina que se había creado alrededor del artículo 43, del Código de Vélez Sársfield.

Entre otras cosas, ello implica que la responsabilidad de la sociedad es directa y no indirecta o refleja como lo es cuando responde por sus dependientes. Además, se ha sostenido que es de carácter objetivo, pues no cabe atribuirla a la sociedad a título de culpa o dolo precisamente porque el ente sólo actúa por medio de sus órganos<sup>875</sup>.

---

<sup>873</sup> En las sociedades por acciones simplificadas, reguladas por la ley 27.349, el objeto puede ser amplio e incluso indeterminado (aunque en este último hay divergencias en la doctrina), con lo que su función como límite a la actuación de los representantes ha quedado muy disminuida (cfr. Mirande, Javier y Orquera, Juan Pablo, “*La actuación de los representantes...*”, págs. [ ] y ss.; Ramírez, Alejandro, “*El objeto social como elemento facultativo en la SAS*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Tomo II, págs. 1387 y ss. y doctrina allí citada; y Barreiro, Marcelo y Balbín, Sebastián, “*El objeto social como elemento facultativo del contrato social en la sociedad cerrada*”, ponencia presentada en el mismo Congreso y recogida en el libro citado, Tomo II, págs. 1397 y ss. y doctrina allí citada. En contra, sosteniendo que siempre es necesario describir en el estatuto las actividades que desarrollará la sociedad, De las Morenas, Gabriel, “*El objeto de la SAS, propuesta de interpretación*”, ponencia presentada en el mismo Congreso y recogida en el libro citado, Tomo II, págs. 1373 y ss.).

<sup>874</sup> Cfr. Pizarro, Ramón Daniel y Vallespino, Carlos Gustavo, “*Tratado...*”, Tomo II, pág. 667.

<sup>875</sup> Ídem, pág. 676.



#### 4.- La responsabilidad de los administradores.

Ahora bien, además de precisar cuándo hay responsabilidad de la persona jurídica por la actuación de sus representantes, es menester determinar cuándo responden éstos, y los administradores en general, a título personal, pues efectivamente, en ciertos casos, la responsabilidad de la persona jurídica se extiende a sus administradores y representantes<sup>876</sup>.

En este sentido, es menester tener presentes los artículos 59 y 274 de la LGS, que constituyen los pilares del sistema de responsabilidad societaria.

A ellos se suman los artículos 272 y 273, sobre interés contrario del director y actividades de éste en competencia con la sociedad, manifestaciones del deber de lealtad previsto en el citado artículo 59.

Las citadas normas enfatizan los deberes de conducta de los administradores, al contrario de lo que hace el Código Civil y Comercial en su artículo 160<sup>877</sup>, en el que fácilmente se advierte que el énfasis está puesto en la responsabilidad y no en los deberes de los administradores y representantes. Es decir, la responsabilidad no deviene por mal desempeño o violación de los deberes, como en la LGS, sino que la norma del Código se limita a decir que, toda vez que los administradores hayan causado daños por su culpa en el ejercicio o con ocasión de sus funciones, por acción u omisión, serán responsables.

Esta norma es más amplia que la societaria, pues, en perfecta consonancia con el sistema del Código emergente de los artículos 1.717 y 1.737, atribuye responsabilidad a partir de la producción de daños e incluye no solamente los causados en ejercicio de las funciones, sino también con ocasión de ellas, lo que resulta un régimen agravado respecto del previsto en las normas societarias, pues, como se verá, la doctrina mayoritaria interpreta el primer párrafo del artículo 274, LGS, en el sentido de que el factor de atribución subjetivo, dolo o culpa (sin gradación) aplica a los perjuicios causados en

---

<sup>876</sup> Naturalmente, habrá casos en que responderán sólo los representantes y no la sociedad, vgr., cuando aquéllos no puedan obligar válidamente a la última.

<sup>877</sup> Ello sin perjuicio de que el artículo 159 también hace referencia a los deberes de lealtad y diligencia.

ejercicio de la función, mientras que sólo la última parte de dicho párrafo (“... y por cualquier otro daño producido por dolo, abuso de facultades o culpa grave.”), con factores de atribución más restringidos, se refiere a daños causados con ocasión de las funciones<sup>878</sup>.

Atento lo que se ha dicho sobre el sistema de prelación de las normas societarias y del Código, entiendo que este artículo 160 no será de aplicación a las sociedades reguladas en la LGS.

(A) Los deberes de los directores de sociedades anónimas en la LGS.

Dado que en el sistema societario la responsabilidad civil se predica a partir del incumplimiento de los deberes de los administradores, es necesario analizar cuáles son esos deberes.

(i) El deber de diligencia.

La norma del artículo 59 establece “... un estándar de conducta, una pauta legal que permitirá al juez en el caso concreto establecer o desechar esa responsabilidad...”, conforme afirma la Exposición de Motivos original de la LGS. De allí se desprenden dos deberes principales de los directores: el deber de diligencia y el deber de lealtad. Se trata, al decir de Manóvil, de una imposición que afecta al modo en que se ejerce la gestión de los negocios sociales, independientemente de la legalidad de los actos que realicen los administradores<sup>879</sup>.

Aunque antaño se observaba que el deber de lealtad era una derivación de la fidelidad que la ley ponía en cabeza de los mandatarios, la doctrina y jurisprudencia<sup>880</sup>

---

<sup>878</sup> Manóvil, Rafael, “Responsabilidad civil...”, pág. 215.

<sup>879</sup> Manóvil, Rafael, “Responsabilidad...”.

<sup>880</sup> “No obstante que la ley 19.550 no determina concretamente los deberes que son impuestos a los administradores y representantes, sí fija dos pautas, marcos o modelos de conducta bajo las cuales deberán analizarse los actos cumplidos: estas pautas han sido previstas por el art. 59 de la ley 19.550 y son el deber de obrar con lealtad y la diligencia de un buen hombre de negocios”, (CNCom., Sala B, 22/09/2006, “Siempre SA c. Rao Francisco y otros s/sumario”, RSyC, n° 41, julio/agosto 2006, p. 222); “En la sociedad mercantil la gestión empresarial se encuentra a cargo del órgano de administración y es la

modernas, siguiendo el principio organicista, le otorgan un contenido mucho más rico y amplio, implicando una serie de facultades y deberes que configuran el deber genérico de administrar los negocios sociales en beneficio del interés de la sociedad<sup>881</sup>. De hecho, el parámetro del buen hombre de negocios resulta más amplio que el tradicional del buen padre de familia, pues la ley no exige la actuación de un hombre medio común, sino de

---

*propia ley de sociedades la que impone a los administradores ciertas pautas a las que deben ajustar su conducta. La LSC, art. 59, fija a los directores un deber de conducta que les impone actuar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Esta pauta es la concreción en el ámbito societario del principio de diligencia y buena fe contenidas en el Cciv., arts. 512 y 1198”, (CNCom., Sala E, 10/08/2009, "López, Mabel c. Hapes, Farid y otro", Abeledo Perrot On line); “Como pauta para juzgar la conducta de los administradores societarios en el cumplimiento de sus funciones, la ley de sociedades comerciales (art. 59) refiere a la "lealtad y diligencia que cabe esperar de un "buen hombre de negocios". Ese cartabón o estándar jurídico establece una auténtica responsabilidad profesional, que implica capacidad técnica, experiencia, y conocimiento mayor que la del ciudadano corriente —o "buen padre de familia"—, y debe apreciarse teniendo en cuenta, entre otros factores: a) la dimensión de la sociedad; b) su objeto; c) las funciones genéricas que incumben al administrador y las específicas que se le hubieren confiado; d) las circunstancias en las que debió actuar —urgencia, acopio de datos, antecedentes e informaciones, etc.”, (CNCom., 31/10/2006, "Iraldi, José Carlos y otros c. Godoy, Juan Carlos s/sumario", www.eldial.com del 28/02/2007; RSyC n° 41, julio/agosto 2006, p. 212); “Existe un deber genérico de proceder de buena fe en la esfera contractual y otro más específico de adecuar el comportamiento a la pauta establecida por el art. 59 de la ley de sociedades que exige actuar con un 'buen hombre de negocios'”, (CNCom., Sala C, 12/05/2000, "Müller, Rodolfo E. c. Edal SA", La Ley, 2000-E, 902, Impuestos, 2001-11-138.); “Es deber del administrador ser leal y diligente, en tanto actúa administrando un patrimonio e intereses ajenos, motivo por el cual debe evidenciar una actitud de cooperación sobre la base de las expectativas que se tutelan en función del objeto social. La responsabilidad del director de una sociedad anónima nace de la circunstancia de integrar el órgano de administración, de manera tal que su conducta debe meritarse en función de su actividad (u omisión) y aunque no actúe directamente en hechos que originan responsabilidades, es función de cualquier integrante del órgano de administración controlar la gestión empresarial. La diligencia debida al administrador societario es entonces un marco que fija un modelo o tipo de conducta que presupone un nivel de exigencia traducido en concreta idoneidad, capacidad, conocimiento suficiente y eficiente de la actividad social”, (CNCom., Sala B, 28/09/2012, Isabella, Pascual c. Frymond SA y otros, Erreparonline); “Es deber del administrador ser leal y diligente, en tanto actúa gestionando un patrimonio e intereses ajenos, motivo por el cual debe evidenciarse una actitud de cooperación sobre la base de las expectativas que se tutelan en función del objeto social”, (CNCom., Sala B, 05/12/2013, San Justo SA s/quiebra c. Garavano, Alfredo J. Ernesto y otra, Errepar, "Doct. soc. y conc.", mayo/2014, p. 554, 18); entre otros.*

<sup>881</sup> Richard, Efraín y Muiño, Orlando, “Derecho Societario”, págs. 538 y ss.

una administración profesional específica requerida para el tipo concreto de negocios que se gestiona. Constituye un marco que fija un modelo de conducta que presupone un nivel de exigencia traducido en una concreta capacidad, idoneidad y conocimiento suficiente y eficiente de la actividad social<sup>882</sup>. Abarca tanto actitudes dañosas positivas (responsabilidad por actos), como omisivas (responsabilidad por omisión)<sup>883</sup>, como también lo había sostenido la jurisprudencia<sup>884</sup>.

Se trata de una pauta objetiva de conducta con la que habrá que juzgar los actos de los administradores<sup>885</sup> y, asimismo, en principio, un criterio de apreciación de la culpa en abstracto<sup>886</sup>. No obstante, la doctrina ha relativizado el criterio de apreciación de la culpa en abstracto, llegando algunos a afirmar que no existen diferencias, tratándose de una cuestión semántica<sup>887</sup>. Es que el estándar establecido por el artículo 59

---

<sup>882</sup> Cfr. CNCom., Sala B, “Isabella c. Frymond S.A. y otros”, fallo del 28/09/2012; La Ley Online AP/JUR/3601/2012.

<sup>883</sup> El Código Civil y Comercial, en su artículo 160, parece agravar la responsabilidad de los administradores por omisión, no obstante lo cual, como se dijo, esta norma no aplica a los directores de sociedades anónimas.

<sup>884</sup> CNCom., Sala A, 07/07/1978, ED, 81-479; íd., Sala C, 04/06/2004, Errepar, “Doct., soc. y conc.”, oct. 2004, p. 1272, n° 272; íd., Sala B, 19/12/2008, “Ponce, Sara del Valle c. Priano, Daniel”, Errepar, “Práct. y act. soc.”, n° 151, febrero/2010, p. 16.

<sup>885</sup> De todas maneras, no debe olvidarse que el parámetro del buen hombre de negocios no se refiere a un comerciante sabio, como decía Colombres, sino a un empresario medio, capaz también de cometer errores o de hacer malos negocios, lo que, de por sí, no implicará responsabilidad. En este sentido, cfr. Mirande, Javier Miguel y Orquera, Juan Pablo, “¿Existe una responsabilidad de los administradores sociales por los malos resultados de su gestión?”, presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en “*El Derecho Societario...*”, Tomo 2, págs. 1.281 y ss. En contra: Martorell, Ernesto, “*Los administradores de sociedades ahora deberán responder por los malos resultados*”, La Ley 2016-C, 1085.

<sup>886</sup> Este sistema, propio del derecho romano, había sido desestimado por Vélez Sársfield en su Código Civil (cfr. nota al artículo 512).

<sup>887</sup> Bustamante Alsina, Jorge, “*Teoría General de la Responsabilidad Civil*”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1997, pág. 292.

ineluctablemente debe conducir a tener en cuenta la dimensión de la sociedad, su objeto social, las funciones concretas que ejercen los administradores y las circunstancias en las que debió actuar<sup>888</sup>.

En cuanto al ámbito de aplicación de la norma del artículo 59, la mayoría de la jurisprudencia y la doctrina coinciden en que no se limita a las relaciones entre el administrador y la sociedad, sino también con relación a los terceros, como, por otra parte, expresamente lo prevé para los directores el artículo 274<sup>889</sup>.

El factor de atribución previsto en el artículo 59, y al que remite el 274, es claramente subjetivo, inclusivo de la negligencia o culpa y del dolo<sup>890</sup>.

(ii) Los corolarios del deber de diligencia.

La doctrina ha precisado el contenido del deber de diligencia, especialmente en las sociedades cotizadas<sup>891</sup>, advirtiendo la existencia de algunos deberes que pueden considerarse allí incluidos.

(1) El deber de participar activamente en la administración de la sociedad.

---

<sup>888</sup> Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo II, comentario al artículo 59, No. 1), § 4.

<sup>889</sup> En contra, sosteniendo que no se aplica a las relaciones con los terceros, pues la inconducta que se reprocha consiste en un incumplimiento contractual incurrido en ocasión de las funciones gerenciales: CNCom., Sala C, fallo del 11/12/1989, "Legaspi, Alberto c. Dani Car SRL s/ord.", disponible online en: Sistema Argentino de Informática Jurídica, SAIJ, FA89130990.

<sup>890</sup> Pese a algunas voces que postulan una responsabilidad objetiva, la mayoría de la doctrina societaria está conteste en este punto, aún en el caso en que se admitiese la existencia de obligaciones de resultado a cargo del administrador (cfr. Marcos, Javier Fernando, “*La inaplicabilidad del factor objetivo en las obligaciones de resultado a cargo de los administradores societarios*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Tomo III, págs. 2.067 y ss. En contra: Moro, Emilio F., “*Un horizonte otrora impensado y que hoy es una realidad palpable: la responsabilidad objetiva (parcelaria) de los administradores societarios*”, ponencia presentada en el Congreso antes mencionado y recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Tomo III, págs. 2077 y ss.

<sup>891</sup> Cfr. Salvochea, Ramiro, “*Mercado de capitales...*”, págs. 192 y ss.

Entre los corolarios del deber de diligencia se encuentra el de tener una participación activa en la administración de la sociedad<sup>892</sup>, el cual, a su vez, variará en su contenido según el objeto social y la dimensión de los negocios. En una gran empresa, en la que la gestión de los negocios sociales suele estar encomendada a la línea gerencial o *management*, su rol más preponderante será el de controlar y supervisar la actuación de los gerentes<sup>893</sup>. Este deber del director de tener una participación activa en el directorio ha sido reiteradamente afirmado por la jurisprudencia argentina. Es decir, el director no puede alegar un rol meramente figurativo o nominal para desligarse de responsabilidad<sup>894</sup>.

La doctrina nacional ha criticado la aplicación lisa y llana de esta concepción. En este sentido, Rivera<sup>895</sup> considera que el principio aludido no debe llevar a prescindir de la concurrencia de los presupuestos de la responsabilidad civil: factor de atribución y relación de causalidad. Esto porque la responsabilidad de los directores es individual (lo que no excluye su solidaridad frente al accionista o tercero); no existe responsabilidad colectiva del órgano en cuanto tal, sino que cada director debe responder en la medida en

---

<sup>892</sup> CNCom. Sala E; Barros Negros SA c/Jascalevich, Alejandro s/Ordinario; 30-12-2019; Cita: IJ-CMXIII-490.

<sup>893</sup> El art. 269 LGS admite que por vía estatutaria se organice un "comité ejecutivo" integrado por directores que tengan a su cargo "únicamente" la gestión de los negocios ordinarios (3), sin modificación "...de las obligaciones y responsabilidades de los directores...". Ni la organización de un comité ejecutivo (art. 269) ni la designación de gerentes (art. 270) relevan al directorio de su responsabilidad, que se deriva del deber de "vigilancia" (art. 269 LGS), y resulta responsable, cuando se desentienda de las funciones delegadas; no proceda con diligencia a procurarse información suficiente para conocer cómo están siendo llevadas adelante esas funciones; y cuando, ante la menor duda acerca de la pertinencia de lo actuado por los delegatarios, no implemente los mecanismos necesarios para investigar el asunto y revertir, en su caso, las consecuencias de ese desempeño (conf. art. 294 inc. 11) (cfr. Villanueva, Julia, "*La responsabilidad de los directores de la sociedad anónima*"; boletín La Ley 26/02/2019, La Ley 2019-A, 887; Cita Online: AR/DOC/190/2019).

<sup>894</sup> Cfr., por ejemplo, CNCom., Sala E, fallo del 10-10-2000, en autos "*Nougués Hnos. S.A.*", La Ley Online 30000283, entre otros.

<sup>895</sup> Rivera, Julio, "*Responsabilidad de los administradores sociales y síndicos*", Revista de Derecho de Daños, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2001, Tomo 2001-3.

que en él concurren los mencionados presupuestos de la responsabilidad<sup>896</sup>.

Entiendo que esta es la doctrina correcta, pues si el director efectivamente se desentendió injustificadamente de su rol como tal, deberá responder a ese título, es decir, a título de culpa o dolo. Pero si la conducta dañosa es desplegada, por ejemplo, por otros directores a espaldas del órgano, es decir, sin actuación de éste, y uno de sus integrantes ignoró dicha conducta dañosa, sin que esa ignorancia pueda serle imputada, no puede atribuírsele responsabilidad por ausencia precisamente del factor de atribución o, incluso, de relación causal entre su conducta personal y el daño. El director no responde por la conducta de otros, sino siempre por su propia conducta, su responsabilidad es directa, no indirecta por el hecho de otros. Debe existir un desinterés culpable por los negocios sociales o una omisión de sus deberes de controlar la gestión o de mantenerse debidamente informado.

A ello cabe agregar, como dato no menor, que la jurisprudencia de la Cámara Nacional Comercial que atribuye responsabilidad a los directores por su sola pertenencia al órgano se ha elaborado en causas en que no estaba en juego la responsabilidad civil de los directores, sino su responsabilidad administrativa, que tiene sus propias reglas y presupuestos y descarta la aplicación del régimen de la responsabilidad civil<sup>897</sup>.

En definitiva, el deber de participar activamente en los asuntos sociales existe y debe ser observado por los directores, pero ello no implica que no se apliquen los presupuestos de la responsabilidad civil.

## (2) El deber de actuar debidamente informado.

Estrechamente vinculado con la cuestión precedente, aparece el deber de actuar debidamente informado. Es decir, para poder llevar a cabo la administración de la sociedad de manera de cumplir con lo exigido por el deber de diligencia, los directores

---

<sup>896</sup> Cfr. también Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo VI, comentario al artículo 274, § 14.

<sup>897</sup> A título de ejemplo, baste decir que es pacífica la jurisprudencia administrativa y judicial que no exige la presencia del daño para la aplicación de la responsabilidad administrativa (cfr. Corte Suprema de Justicia de la Nación, *in re* “Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.”, fallo del 27-09-2001, Fallos: 324:3083).

deben tratar de obtener toda la información necesaria y suficiente para poder tomar decisiones de negocios razonables en procura del interés social. Ello puede llevar, y normalmente lo hace, a contratar asesores profesionales, externos o internos, que los ayuden a recaudar e interpretar la información obtenida, lo que, a su turno, implicará evaluar la confiabilidad de ese asesoramiento y la fuente de la información<sup>898</sup>.

### (3) El deber de vigilancia.

Este es quizás el aspecto más tratado por la jurisprudencia nacional que usualmente aborda la responsabilidad de los directores que no realizaron personalmente la conducta dañosa bajo la óptica del incumplimiento de este deber (*culpa in vigilando*)<sup>899</sup>.

Como se dijo, muchas veces la organización interna de las empresas aconseja la delegación de ciertas funciones de la gestión social en los llamados “ejecutivos”, gerentes o empleados en relación de dependencia con la sociedad<sup>900</sup>. Dicha delegación, prevista en los artículos 269 y 270, de la LGS, no excluye la responsabilidad del directorio y obliga a éste a supervisar la actuación del *management*. Ello significará estar al tanto de la actividad gerencial y la implementación de mecanismos de control y supervisión internos<sup>901</sup>. Asimismo, los directores deberán estar atentos a cualquier conducta de sus

---

<sup>898</sup> De todas formas, los directores siempre serán responsables por culpa *in eligendo* en relación con los actos de los profesionales contratados. Éstos responderán por la aplicación correcta de su conocimiento experto. En las sociedades cotizadas existen normas específicas de responsabilidad de los expertos que participan en la elaboración de un prospecto, tema que se tratará más adelante.

<sup>899</sup> Cfr., por ejemplo, CNCom., Sala E, “*CNV c. Renault Argentina S.A.*”, fallo del 16-09-2003, La Ley 2004-B, 141.

<sup>900</sup> Existen, naturalmente, asuntos no delegables, tales como la aprobación de las políticas y del rumbo general de la actividad de la sociedad, la designación, evaluación y destitución de los propios ejecutivos y gerentes y la aprobación de sus remuneraciones, el mismo control de gestión, la decisión de implementar sistemas de control interno y de información adecuados, y el establecimiento de estrategias de información y comunicación con los accionistas y el mercado (cfr. Salvochea, Ramiro, “*Mercado de capitales...*”, pág. 196).

<sup>901</sup> Tal como establece el tercer párrafo, del artículo 159, del Código Civil y Comercial, aplicable a las sociedades de la LGS por no contar ésta con normas específicas al respecto, aunque, de todas maneras, podía considerarse esta exigencia incluida en el deber de diligencia.



supervisados que pueda originar daño a la sociedad o a los terceros.

(4) El deber de cumplir la ley y los estatutos.

Se trata de un deber implícitamente impuesto por el artículo 274, de la LGS, que debe incluir también el acatamiento de las decisiones adoptadas por la asamblea de accionistas. Tiene como corolario el deber del director de oponerse a cualquier decisión adoptada por el directorio en violación de la ley, los estatutos o las decisiones asamblearias o que sean contrarias al interés social, dejando constancia por escrito de su oposición en el acta respectiva o de otra forma, y anoticiando a la sindicatura.

Por otro lado, este deber impone un valladar a la extinción de la responsabilidad de los directores pues la aprobación de su gestión o de los estados contables no podrá hacerse valer en caso de violación de la ley o los estatutos (artículos 275 y 72, de la LGS).

(iii) El deber de lealtad.

Se ha dicho que el deber de lealtad implica que el administrador debe desempeñarse con honradez y sinceridad, es decir, debe actuar postergando los intereses personales cuando estos entran en conflicto con el interés social, dado que la administración debe redundar en beneficio de la sociedad<sup>902</sup>. Se trata de una aplicación del principio de buena fe. Son en verdad dos caras de una misma moneda, pues quien obra de buena fe es leal y viceversa. El concepto clave aquí es el de interés social. Se trata de una noción controvertida que ha merecido largas reflexiones de la doctrina<sup>903</sup>. No es este el lugar para un análisis pormenorizado del tema. Se mencionarán aquí algunas pautas.

Por un lado, debe tenerse presente que el interés de la sociedad no debe confundirse con el de los socios, aunque los incluye. Con Junyent Bas, Otaegui y Halperín creo que puede definírsele como aquel propósito del ente jurídico sociedad que tiende al cumplimiento y desarrollo del objeto social y la obtención de utilidades para los socios,

---

<sup>902</sup> Richard, Efraín y Muiño, Orlando, “*Derecho Societario*”, pág. 229.

<sup>903</sup> Puede verse un panorama de las diversas corrientes en Junyent Bas, Francisco, “*El interés social: directiva central del sistema de responsabilidad de los administradores societarios*”, JA 2004-III-1109.

incluyendo también la prosperidad de la empresa conexas con la sociedad<sup>904</sup>.

Más allá de las teorías al respecto, lo cierto es que el texto de la LGS menciona en varios artículos el interés social: 197, 248 y especialmente el 272. En otras normas la referencia es implícita, como en el 241. La jurisprudencia lo ha admitido desde antaño, tendencia que hoy se mantiene<sup>905</sup>.

En cuanto a las sociedades anónimas, tres normas de la LGS tratan específicamente la cuestión: los artículos 271 (relacionado con los contratos del director con la sociedad), 272 (que prohíbe al director participar en una decisión en la que tenga un interés contrario al de la sociedad) y 273 (que prohíbe al director participar por cuenta propia o de terceros en actividades en competencia con la sociedad, salvo autorización expresa de la asamblea).

Como se advierte, se trata, en esencia, de evitar los conflictos de intereses entre el director y la sociedad. A tal fin, resulta indispensable que la empresa cuente con una organización adecuada y ponga en ejecución sistemas preventivos de modo de reducir al mínimo los riesgos de que existan tales conflictos. A ese objetivo tiende la norma del último párrafo del artículo 159, del Código Civil y Comercial cuando exige a los administradores implementar sistemas y medios preventivos que reduzcan el riesgo de conflictos de intereses en sus relaciones con la persona jurídica<sup>906</sup>.

Tradicionalmente se ha sostenido que el deber de lealtad exige una apreciación

---

<sup>904</sup> Junyent Bas, Francisco, “*El interés social...*”, pág. 1124. También Halperín, Isaac y Otaegui, Julio, “*Sociedades Anónimas*”, pág. 449, y Otaegui, Julio, “*Administración societaria*”, pág. 64.

<sup>905</sup> Cám.Nac.Com.; Sala B; 12-09-2019; F., L. del C. c/ Petrycom S.A. s/ ord.; Cita: IJ-CMVIII-161 Cám.Nac.Com., Sala D; 09/11/2017; C., H. R. c. Mazard S.A. s/ ord.; AR/JUR/101103/2017; Cám.Nac.Com., Sala F; 04/12/2018; Pereyra, Sebastián Gonzalo y otro c. Sefinar S.A. s/ Med. Precautoria; LA LEY 13/02/2019, 12 LA LEY 2019-A, 187 LA LEY 28/03/2019, 4 con nota de Jorge S. Sicoli; LA LEY 2019-B, 131 con nota de Jorge S. Sicoli; AR/JUR/65990/2018; Cám.Nac. Com., sala F 06/06/2017; Schonfeld, Myriam Mónica y otro s/ ext. quiebra; La Ley Online AR/JUR/48568/2017; Cám. Nac. Com.; Sala C, 30-05-2019; D. U., J. L. c/ Trecix S.R.L. s/ ord.; Cita: IJ-DCCCXXXIX-551; entre muchos otros.

<sup>906</sup> Como se vio, la doctrina y la jurisprudencia habían concluido ya con anterioridad que ese deber de implementación estaba incluido entre las obligaciones de los administradores. Cfr. Camerini, Marcelo A, “*La transparencia en el mercado de capitales*”, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2007, págs. 164 y ss.

más severa que el de diligencia, pues en el primer caso las consecuencias de su infracción resultan potencialmente más gravosas que en el segundo. Asimismo, en el primer caso existe un choque entre el interés personal del administrador y el de la sociedad y se verifica el denominado principio del juego de suma cero: el incumplimiento depara al administrador un beneficio, sin costo alguno. No existe posibilidad de alineación de intereses. En cambio, en la negligencia el administrador recibe un beneficio menor (menos esfuerzo, por caso), pero le impone costos: por ejemplo, pérdida reputacional e incluso de su trabajo. Se trata de un juego de suma positiva en que ambas partes, sociedad y administrador, pueden sacar provecho de la cooperación para la diligencia; en definitiva, existe un interés común<sup>907</sup>. En esta línea, se ha sostenido, a mi juicio con acierto, que el

---

<sup>907</sup> Cfr. Paz-Ares, Cándido, “*La responsabilidad de los administradores como instrumento del gobierno corporativo*”, Revista InDret, No. 04/2003, disponible online en: <http://www.indret.com/cas/artdet.php?ed=58&Idioma=cas&IdArticulo=539>. Este autor afirma en este sentido que el régimen de responsabilidad de los administradores debe configurarse de manera que sea tan severo con las infracciones al deber de lealtad, como indulgente con las infracciones al deber de diligencia. La razón es que la actuación de los administradores debe admitir un espacio para el error como precio a pagar por permitir a aquellos un margen de maniobra indispensable para adoptar decisiones de negocios en entornos altamente volátiles. En este sentido, varios autores han propiciado la aplicación en nuestro derecho de la regla del buen juicio de negocios (*business judgment rule*), del derecho anglosajón, denominada en la doctrina española como la regla del buen juicio de discrecionalidad empresarial. Este principio implica que cuando el administrador toma decisiones de negocios, actuando con lealtad y con la diligencia del buen hombre de negocios, y sin violación de la ley o los estatutos, goza de una discrecionalidad exenta de reproche por responsabilidad. La doctrina nacional (tomando nociones elaboradas por los autores anglosajones y españoles) coincide en que, para que ello ocurra, deben cumplirse cinco condiciones: que se esté dentro del ámbito de las decisiones estratégicas y de negocios, sujetas a la discrecionalidad empresarial (requisito ya mencionado); que el administrador haya actuado de buena fe; que el administrador no tenga interés personal en el asunto; que esté debidamente informado y que la decisión se ajuste a un procedimiento de decisión adecuado, y que dicha decisión no sea irracional o gravemente equivocada (estas tres últimas condiciones podrían ser útiles en nuestro derecho a la hora de evaluar el cumplimiento o no del deber de diligencia del administrador). Se discute el funcionamiento de la regla, esto es, si debe operar como una presunción a favor del administrador, como lo entiende la jurisprudencia del Estado de Delaware, o si debe funcionar como una defensa del administrador frente al reclamo del accionista (*safe harbour* o puerto seguro), criterio seguido por los Principios de Gobierno Corporativo del Instituto de Derecho Americano (*American Law Institute*) y la legislación española (artículo 226, de la Ley de Sociedades de Capital). Se trata, en definitiva, de una cuestión de carga de la prueba. Personalmente, entiendo correcta la segunda postura, pues es la que mejor protege el interés del accionista o tercero que reclama. De todas maneras, también considero que no resulta necesaria una inclusión expresa en nuestro texto legal de este

obrar en conflicto de intereses implica siempre actuar con dolo, pues la deslealtad o la infidelidad no admiten una calificación culposa<sup>908</sup>.

Por otro lado, como se advierte de la lectura de las normas citadas, la LGS permite, en ciertas circunstancias, que la sociedad autorice al director a realizar actividades que puedan representar un conflicto de intereses. Así, el artículo 271 permite a la asamblea de accionistas ratificar los contratos celebrados por el administrador que no estén en línea con los parámetros que allí se fijan. También el artículo 273 faculta a la asamblea a autorizar al administrador a realizar actos en competencia con la sociedad. Este campo abierto a la autonomía de la voluntad ha hecho que algunos autores califiquen a la regulación del deber de lealtad como de una imperatividad flexible<sup>909</sup>.

#### (B) Los deberes de los directores en la LMC.

Los deberes de los administradores que hemos reseñado hasta aquí encuentran un mayor rigor en el caso de sociedades que ingresan en el régimen de oferta pública. Concretamente, se les exige una conducta más ordenada y transparente a causa, precisamente, de que la sociedad adquiere cierto carácter público y de que debe cumplir con los deberes de información y conducta exigidos por la LMC y las Normas de la

---

principio, que puede perfectamente cubrirse con la regulación existente de los deberes de lealtad y diligencia (cfr. Monzó, Susana, “*La business judgement rule en el marco del nuevo derecho societario*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Tomo III, págs. 2.029 y ss. En igual sentido, Héctor Alegría en el “*Conversatorio sobre responsabilidad de los administradores*”, desarrollado en el Congreso mencionado el día 5 de septiembre de 2019).

<sup>908</sup> Palacio, Lino A. y Fernández de Andreani, Patricia A., “*El deber de los administradores de evitar incurrir en conflictos de interés y de evitar causar daño a la sociedad. El obrar en conflicto de intereses no sólo es antijurídico, sino que es doloso por definición*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Tomo III, págs. 2.159 y ss.

<sup>909</sup> Schenider, Lorena R., “*El deber de lealtad de los administradores de sociedades. ¿Severidad o imperatividad flexible?*”, La Ley, diario del 7-10-2019, pág. 6.

CNV<sup>910</sup>. A mayor transparencia exigida a la sociedad emisora, mayor transparencia exigida a sus administradores.

(i) Concreciones del deber de lealtad.

En primer lugar, el artículo 72, de la LMC, contiene una regulación de los contratos con partes relacionadas, entendiendo por tales, entre otros, los directores, integrantes del órgano de fiscalización o miembros del consejo de vigilancia de la emisora, así como los gerentes generales o especiales designados conforme al artículo 270, de la LGS. El artículo 73, a su vez, establece el procedimiento que deberán cumplir dichos contratos para considerarlos celebrados en condiciones de mercado.

Por su parte, el artículo 78, de la LMC, enumera una serie de acciones que considera comprendidas en el deber de lealtad.

Esta norma, en rigor, no agrega nada nuevo al contenido del deber de lealtad que ya se encuentra regulado en la LGS. Lo que sí resulta novedoso es la inversión de la carga de la prueba prevista por su último párrafo. Así, ante la duda, será el director quien deberá demostrar que ha cumplido lealmente con sus obligaciones. La norma, que ya se encontraba en el artículo 77, del Decreto No. 677/2001, implica ciertamente una agravación de la responsabilidad del director de una sociedad cotizada. La cuestión presenta algunas aristas procesales problemáticas. En efecto, por aplicación del régimen general de responsabilidad civil, quien reclama por daños y perjuicios debe acreditar la conducta antijurídica, en el caso, la infracción al deber de lealtad. ¿Cómo se conjuga esto con la norma en comentario? Caben dos interpretaciones posibles. Por un lado, podría afirmarse que al demandante le bastará indicar en su demanda que ha habido un incumplimiento al deber de lealtad y describirlo, sin necesidad de acreditarlo, debiendo el demandado demostrar su cumplimiento. La objeción que puede hacerse a esta interpretación es que la norma no contiene una inversión lisa y llana de la carga de la prueba, si no sólo en caso de duda. Pero para que exista esa duda debe al menos haber cierto material probatorio o indicios importantes. De ahí que parece preferible una segunda interpretación: la víctima deberá demostrar el incumplimiento del deber de lealtad, pero, si de la prueba producida surge la duda, el demandado deberá acreditar que

---

<sup>910</sup> Cfr. Camerini, Marcelo A, “*La transparencia...*”, pág. 205.

cumplió con dicho deber. En la práctica, dado que los sistemas procesales en nuestro país establecen que la prueba debe ser presentada por ambas partes de manera más o menos simultánea, el actor deberá ofrecer la prueba que estime necesaria para demostrar la conducta antijurídica y el demandado la que considere que acredita la inexistencia de dicha conducta ante la eventualidad de que, en caso de duda, se invierta la carga de la prueba.

Lo dicho se agrava por la circunstancia, antes mencionada, de que la violación del deber de lealtad implica normalmente la existencia de dolo en el autor del daño, factor de atribución que también debe demostrar quien demanda, pero cuya ausencia el director demandado deberá asimismo acreditar, so pena de no poder hacerlo luego, cuando se revele que la prueba resulta insuficiente o dudosa.

En la práctica, la norma se presta a distorsiones, pues el demandante podrá limitarse a producir una prueba endeble o mínima, en cuyo caso la carga recaerá sobre el director demandado, quien deberá producir su prueba independientemente de la del actor<sup>911</sup>.

Así interpretada, es claro que la norma no supera un test de razonabilidad e incluso puede ser contraria a las garantías del debido proceso y de la defensa en juicio. Se trata a todas luces de una disposición disvaliosa. Tal vez hubiera sido preferible, en punto a la responsabilidad de los administradores, establecer una presunción de causalidad, pero no, como en este caso, de antijuridicidad.

---

<sup>911</sup> Piénsese en el siguiente ejemplo: un accionista (no interesa aquí si la acción es social o individual) demanda al director de una sociedad cotizada por utilización de activos sociales (mercadería que posteriormente revende en negro con ganancia). Ofrece prueba que no alcanza para que el juez adquiera un grado de certeza necesario para acoger la demanda (documental insuficiente, declaraciones testimoniales no totalmente coherentes o concordantes, o simplemente dudosas, etc.). ¿Debería el juez rechazar la demanda por insuficiencia probatoria o, por el contrario, debería aplicar el último párrafo del artículo 78, de la LMC, y considerar que, dada la duda, se debe condenar igualmente al director por no haber él acreditado la ausencia de conducta desleal? En todo caso, ¿qué debería probar el director para eximirse de responsabilidad? Pareciera que tiene pocas opciones: tal vez pueda acreditar que la mercadería faltante fue trasladada a otro depósito, o fue vendida por la sociedad, o se echó a perder y hubo que tirarla. Pero ciertamente le será difícil probar que nunca estuvo en su poder o que nunca concertó ventas en negro con terceros, pues sería una prueba del hecho negativo.

(ii) Deberes de reserva y colaboración.

El primer párrafo del artículo 102, de la LMC, pone en cabeza de los directores, entre otras personas, un deber de reserva respecto de información sobre hechos no divulgados públicamente y que por su importancia sean aptos para afectar la colocación o el curso de la negociación de valores negociables, como así mismo les prohíbe negociar con dichos títulos hasta que la información sea hecha pública. Se trata de impedir a los directores y demás sujetos comprendidos el uso y divulgación, pública o no, de información privilegiada

Por su parte, el artículo 103, LMC, establece un deber de colaboración con la CNV en el marco de sus procedimientos.

(iii) Deber de información.

En el marco de la LMC, como se vio oportunamente, los administradores de sociedades cotizadas están obligados a informar, en forma directa, veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación. Esta obligación rige desde la presentación de la solicitud de ingreso al régimen de oferta pública y la información respectiva debe ser puesta en conocimiento de la CNV en forma inmediata. El órgano de administración, con la intervención del órgano de fiscalización, deberá designar a una persona como responsable de relaciones con el mercado, quien estará a cargo de comunicar y divulgar la información antes mencionada, sin que dicha designación libere de responsabilidad al directorio (artículo 99, inciso a), de la LMC).

Asimismo, los administradores deberán también informar a la CNV sus tenencias de valores negociables, cambios en el grupo de control y convenios de accionistas (artículo 99, incisos c), d), e), f), g) y h), de la LMC). Este deber de informar se mantendrá durante el término del ejercicio para el que fueron designados y hasta seis meses después del cese de sus funciones (artículo 99, II, segundo párrafo, de la LMC).

Se trata de los denominados hechos relevantes, los que, según Bianchi, incluyen cualquier hecho importante que pueda influir positiva o negativamente en la colocación de los títulos en el mercado primario, antes, durante y después que ha comenzado el proceso de colocación. Se trata de una información cualitativamente distinta a la de rutina

que se requiere para tramitar la autorización de oferta pública o de cotización<sup>912</sup>.

Es indudable que quien debe determinar qué información es relevante y debe ser informada y cuál no es la CNV. Normalmente, el hecho encuadrará en alguno de los supuestos previstos en las Normas. La cuestión se planteará cuando ello no ocurra, pues resulta difícil establecer criterios objetivos para calificar un hecho como relevante a los fines del respectivo deber. De ahí que se recurra usualmente a la noción de razonabilidad, es decir, que se considerará que una información es relevante cuando se estime que su conocimiento afectaría la decisión de un inversor razonable. Si la duda persiste, la emisora puede optar por comunicarla igual a la CNV que, si no la considera relevante, la registrará como “comunicación general”<sup>913</sup>.

(iv) Otros deberes.

Existen además algunos otros deberes establecidos en las Normas de la CNV, por ejemplo la obligación de presentar anualmente, además de la memoria adjunta a los estados contables, un informe sobre la adopción o no de los principios y recomendaciones del Código de Buen Gobierno Societario<sup>914</sup> y, en caso de no aplicarlos, explicar cómo aplica el principio que subyace a las recomendaciones de dicho Código o cómo piensa hacerlo en el futuro o por qué no considera apropiada la aplicación de dicho principio o recomendación (artículo 1º, a), Capítulo I, Sección I, Título IV, de las Normas de la CNV). Las emisoras que califiquen como PyMES se encuentran exceptuadas de esta obligación y aquellas inscriptas o que soliciten su inscripción en el registro especial para constituir programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta trescientos sesenta y cinco días, Cedears y Ceva.

En dicha memoria anual, los administradores también deberán informar acerca de la política ambiental o de sustentabilidad de la emisora, incluyendo sus indicadores de

---

<sup>912</sup> Bianchi, Roberto A., “*Régimen de transparencia en la oferta pública*”, Ed. Zavalía, Buenos Aires, 1993, pág. 114.

<sup>913</sup> Cfr. Camerini, Marcelo, “*La transparencia...*”, pág. 215.

<sup>914</sup> En alguna circunstancia concreta, el cumplimiento de una o más recomendaciones de buena gobernanza o del código de buen gobierno podría interpretarse como una exigencia derivada del deber de diligencia.



desempeño o, en su caso, explicar por qué los administradores consideran que no son pertinentes para su negocio (artículo 1º, a), Capítulo I, Sección I, Título IV, de las Normas de la CNV)<sup>915</sup>.

En general, deben velar por que las emisoras cumplan con los deberes de información previstos en las Normas de la CNV que recaen sobre ellas.

(C) Caracterización de los deberes del director. ¿Obligaciones de medio o de resultado?

Tradicionalmente, la doctrina societaria argentina ha calificado a los deberes de los administradores sociales como obligaciones de medios y no de resultado<sup>916</sup>. La idea que subyace a esta posición es que el director no puede prometer un resultado positivo, ganancioso, de su administración. Es decir, el administrador no puede garantizar que la sociedad tenga ganancias o sea rentable o, incluso, que la sociedad sea viable, pues ese “resultado” puede deberse a múltiples circunstancias que escapan del control de aquél (crisis económicas o financieras del país, desaparición del mercado en el que la compañía ofrecía su producto por cambios en la moda o el gusto del público, pérdida de la competitividad por cambios en las políticas económicas nacionales, y un largo etc.).

Si bien ha existido cierta controversia en torno a la existencia y utilidad de la distinción entre obligaciones de medio y de resultado, el Código Civil y Comercial la ha receptado expresamente en su artículo 1.723. Como se advierte de su lectura, esta norma no sólo recepta la distinción elaborada por la doctrina, sino que despeja otra cuestión debatida, la del factor de atribución en las obligaciones de resultado, inclinándose por la posición objetivista<sup>917</sup>.

---

<sup>915</sup> Las PyMES y demás entidades antes mencionadas también se encuentran excluidas de esta obligación.

<sup>916</sup> Cfr., por ejemplo, Otaegui, Julio, “*Administración...*”, pág. 371; Gagliardo, Mariano, “*Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 2001, pág. 30; Junyent Bas, Francisco, “*Responsabilidad...*”, pág. 74; Manóvil, Rafael, “*Responsabilidad...*”; Rivera, Julio, “*Responsabilidad...*”, entre otros.

<sup>917</sup> A diferencia de las posturas subjetivistas, que entendían que, en las obligaciones de resultado, la culpa se presume (cfr. un panorama de las diferentes posiciones en Junyent Bas, Francisco,

La caracterización de los deberes del administrador como de medios o de resultado tiene su importancia.

Recuérdese que, en el anterior régimen, Gagliardo sostenía que en las obligaciones de medios el resultado de la acción o, mejor dicho, de la prestación, es ajeno a ésta<sup>918</sup>. Julio Rivera, en su famoso voto como miembro de la Sala D, de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, en el caso “Álvarez c. Guezeui”, elaboró su teoría del plan de prestaciones<sup>919</sup>. Comienza Rivera coincidiendo con Gagliardo en calificar las obligaciones de los administradores y síndicos como de medios, aunque afirma que el resultado no es propiamente ajeno a la prestación debida, pues a lo que se compromete el administrador es a un plan o programa de prestaciones (idea que expresamente toma de Alberto Bueres), un proyecto de conducta futura del deudor en orden a un fin último del acreedor de la prestación. De ahí que, en las obligaciones de medios, no es que no exista un interés en el resultado, sino que éste es aleatorio y contingente y el deudor cumple observando la actividad debida, en este caso, el plan de prestaciones. El administrador debe prestar una conducta o un programa de conductas que razonablemente conduzca al resultado querido por el acreedor. (Rivera sostiene, de paso, que para el funcionamiento de las obligaciones de medio o de resultado es indiferente la calificación de la responsabilidad como contractual o extracontractual). Richard, al conceptualizar la actividad de los administradores, aplica esta teoría afirmando que para que el administrador actúe con diligencia debe cumplir al menos un mínimo plan de negocios diseñado por la sociedad<sup>920</sup>.

Lo que no resulta claro es si el cumplimiento de ese plan de prestaciones o plan de negocios es, en sí mismo, una obligación de resultado. O, dicho de otra forma: ¿podría el director eximirse de responsabilidad aduciendo que puso todos los medios para cumplir con ese plan, pero que su resultado le era ajeno? La respuesta en principio debería ser

---

“Responsabilidad...”, pág. 74).

<sup>918</sup> Gagliardo, Mariano, “Responsabilidad...”, págs. 549 y ss.

<sup>919</sup> La Ley 1985-A, 317. Gagliardo no comparte esta elaboración del plan de prestaciones (cfr. op. cit., pág. 555 y ss.).

<sup>920</sup> Richard, Efraín Hugo y Muiño, Orlando Manuel, “Derecho Societario”, págs. 231 y ss.

afirmativa, pues el plan de negocios podría también verse frustrado por causas ajenas a la administración o a la sociedad misma.

De todas maneras, en el caso concreto, habría que desgranar las distintas prestaciones que componen ese plan de negocios y ahí sí podrían encontrarse deberes que merecerían el calificativo de obligaciones de resultado<sup>921</sup>. En este sentido, la doctrina en general coincide en afirmar que no todas las obligaciones y cargas a cargo de los administradores son de medios, pues algunas de ellas consisten precisamente en alcanzar un resultado concreto, siendo su cumplimiento posible y previsible<sup>922</sup>. Ejemplo claro de estos deberes que prometen un resultado es la obligación de confeccionar y presentar los estados contables de la sociedad. El director en este caso no podría eximirse de responsabilidad alegando que puso todos los medios para confeccionar la información contable, pero que ésta no se pudo preparar por causas ajenas a su control, justamente porque es él el que tiene el control de la situación. Es más, el directorio es el garante, frente a accionistas y terceros, de que esos estados contables han sido confeccionados conforme a las reglas del arte (normas técnicas) y que contienen información veraz, completa y no engañosa. Esto se ve reforzado en el ámbito de las sociedades cotizadas, pues la LMC y las Normas de la CNV prevén que la información que se presenta al mercado y al organismo regulador reviste el carácter de declaración jurada (artículo 99, LMC, respecto al régimen informativo periódico; artículo 7, Sección 1, Capítulo IX, Título II, de las Normas, referido al prospecto; por ejemplo).

En este punto, cabe preguntarse también si los administradores gozan de la defensa de haber confiado en el testimonio de los expertos, por ejemplo, los auditores externos, a la hora de avalar la información que presentan, tal como ocurre, como se vio, en los Estados Unidos. El tema presenta algunas complejidades y será abordado más adelante al tratar específicamente la manera en que responden los administradores.

Volviendo al tipo de obligaciones a cargo de los directores, es claro que, tratándose del deber de lealtad, no puede hablarse propiamente de una obligación de medios, pues el

---

<sup>921</sup> Cabe mencionar que Gagliardo sostiene que en ningún caso existen obligaciones de resultado a cargo del administrador (“*Responsabilidad...*”, pág. 557).

<sup>922</sup> Cfr. Marcos, Fernando Javier, “*La inaplicabilidad del factor objetivo...*”, Tomo III, pág. 2069.

abstenerse de realizar actividades en competencia con la sociedad, por ejemplo, puede considerarse como un resultado, en este caso por omisión, que el director no puede dejar de alcanzar.

Ahora bien, dadas las obligaciones de resultado, ¿la responsabilidad del administrador será objetiva, tal como reza el artículo 1.723, del Código Civil y Comercial, o, por el contrario, deberá prevalecer el criterio subjetivo consagrado por la LGS?

En este sentido, Marcos, en la obra ya citada, toma una clasificación de las obligaciones de resultado elaborada por cierta doctrina<sup>923</sup> que las divide en obligaciones de resultado ordinarias y obligaciones de resultado atenuadas. Éstas se diferencian de las anteriores porque frente al inicial incumplimiento y para tutelar los intereses del acreedor, dan nacimiento a una presunción, *iuris tantum*, de culpabilidad, que puede ser desvirtuada por el administrador mediante la prueba de la falta de culpa, es decir, de haber obrado con la debida diligencia según la naturaleza de la obligación y las circunstancias de personas, tiempo y lugar (culpa en concreto)<sup>924</sup>. Las eventuales obligaciones de resultado en cabeza del administrador serían, para este autor, siempre obligaciones de resultado atenuadas. De todas maneras, Marcos opina también que el artículo 1.723, del Código Civil y Comercial, deviene inaplicable en razón de la prevalencia del régimen societario especial por sobre el de dicho Código. De ahí que no pueda aplicarse una responsabilidad de tipo objetiva para las sociedades reguladas por la LGS en la que el sistema de responsabilidad está basado en la culpa. No obstante ello, reconoce que, cuando se esté frente a una obligación de resultado, se generará una presunción de culpa ante la no obtención de aquél<sup>925</sup>.

Por su parte, Junyent Bas, si bien se inclina a sostener que las obligaciones del

---

<sup>923</sup> Cfr., por ejemplo, Alterini, Atilio Aníbal, “Carga y contenido de la prueba del factor de atribución en la responsabilidad contractual”, La Ley 1988-B-947. Vázquez Ferreyra hace notar que cierto eco de esta clasificación puede advertirse en el Código Civil y Comercial, por ejemplo en el artículo 774 (“Las obligaciones de medio y de resultado en el Código Civil y Comercial”, disponible en línea en [https://www.academia.edu/28835423/Las\\_obligaciones\\_de\\_medios\\_y\\_de\\_resultado\\_en\\_el\\_C%C3%B3digo\\_Civil\\_y\\_Comercial](https://www.academia.edu/28835423/Las_obligaciones_de_medios_y_de_resultado_en_el_C%C3%B3digo_Civil_y_Comercial)).

<sup>924</sup> Marcos, Fernando Javier, “La inaplicabilidad...”, pág. 2073.

<sup>925</sup> En contra, sosteniendo la aplicación del artículo 1.723 y, por ende, el factor objetivo: Moro, Emilio F., “Un horizonte...”.

administrador son de medios, parece prescindir de la caracterización de obligaciones de medios o de resultado, pues sostiene que la culpa o el dolo del administrador (únicos factores de atribución posibles en el sistema societario) surgirán de la propia naturaleza del incumplimiento o violación, es decir, estarán *in re ipsa*, de manera que, acreditadas la conducta antijurídica, el daño y la relación de causalidad entre ellos, surgirá en la mayoría de los casos ínsita la culpa o el dolo. El incumplimiento de las obligaciones del administrador será inexcusable dada la profesionalidad que se le exige<sup>926</sup>.

A mi entender, es cierto que parecería que la conducta debida de los administradores societarios es demasiado compleja para simplificarla en obligaciones de medio o de resultado. No obstante ello, la clasificación puede resultar útil en algunos casos. En este sentido, está claro que hay resultados que el administrador no puede garantizar: el lucro, el que los negocios de la sociedad marchen bien, incluso el que la sociedad se mantenga en funcionamiento. Sin embargo, hay muchos otros “resultados” que los administradores sí deben garantizar: el llevar un determinado sistema de contabilidad, la confección de los estados contables, las emanadas del deber de lealtad, entre otras. Es obvio que en estos casos el director incumplidor no podrá eximirse de responsabilidad aduciendo que puso todos los medios necesarios para alcanzar el resultado, aunque éste no se haya alcanzado<sup>927</sup>.

Por otro lado, siendo tan compleja la actividad de administración, es harto difícil determinar los límites entre los medios y los resultados, pues hay resultados ante cuya ausencia no cabe ninguna excusa de no haber puesto los medios, dado que éstos estaban al alcance de cualquier “buen hombre de negocios”. Por otro lado, es también obvio que el directivo eficiente alcanza muchos más resultados que el que no lo es, con los mismos medios a su alcance. Creo que debe apreciarse la responsabilidad en cada caso concreto y en las circunstancias de dicho caso (inclusive las dotes del administrador y su experiencia y la índole y complejidad de los negocios sociales) para poder determinar qué resultados debía alcanzar con los medios a su alcance (y qué resultados no podía dejar de alcanzar) y el grado de diligencia que debía exigírsele.

---

<sup>926</sup> Junyent Bas, Francisco, “*Responsabilidad...*”, pág. 162.

<sup>927</sup> Naturalmente, sí podría alegar otra eximente, como la fuerza mayor.

Asimismo, me parece correcta la doctrina que descarta la aplicación del artículo 1.723, del Código Civil y Comercial, en tanto impone una responsabilidad objetiva, dada la prevalencia de las normas del microsistema societario.

Por lo demás, en el marco del deber de diligencia, es preciso, como ya se dijo, dejar un margen para el error (en la medida en que no derive en una violación de la ley o de los estatutos) y para la discrecionalidad empresarial.

(D) Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas. Normas aplicables<sup>928</sup>.

Como se dijo más arriba, entiendo que las normas del microsistema societario establecido en la LGS prevalecen sobre las normas del Código Civil y Comercial, con la excepción de las normas imperativas de éste que prevalecen sobre las no imperativas de la primera. No obstante ello, partiendo de las normas sobre responsabilidad contenidas en la propia LGS, para aquello que no esté expresamente previsto en ella, deberán aplicarse las normas del Código Civil y Comercial en materia de responsabilidad, especialmente lo atinente a los presupuestos de esa responsabilidad: antijuridicidad, daño, relación de causalidad y factor de atribución, siempre teniendo en cuenta los principios del sistema societario.

(i) Alcance de la responsabilidad. Solidaridad.

El artículo 59, de la LGS, establece que los administradores que violen sus deberes serán responsables de manera ilimitada y solidaria. En el mismo sentido lo hace el artículo 274.

En este punto, la cuestión se ha suscitado en torno al alcance del término “solidaridad” empleado por las normas, sobre todo por cierta jurisprudencia que interpretó que la sola circunstancia de pertenecer a un directorio daba lugar a responsabilidad<sup>929</sup>. Como bien afirma Manóvil, se trata de un concepto equivocado. La

---

<sup>928</sup> Lógicamente quedan fuera del análisis los regímenes de responsabilidad laboral y fiscal que tienen un desarrollo jurisprudencial e incluso, en el caso del régimen tributario, normas específicas.

<sup>929</sup> Ver, por ejemplo, CNCom., Sala B, “*Jinkus c. Video Producciones Internacionales S.A.*”, fallo del 6-11-1996, LL 1997-D, 481.

responsabilidad del director es siempre directa e individual, requiriéndose que para cada responsable se presenten los presupuestos de la responsabilidad: conducta antijurídica, daño, relación de causalidad y factor de atribución. Hacer responsable a un director sólo por integrar un cuerpo colegiado implicaría la ausencia de dichos presupuestos, especialmente la conducta antijurídica y tornaría a la responsabilidad en objetiva, en violación del sistema societario. La interpretación correcta de la solidaridad querida por la norma es que ella alcanzará a quienes sean hallados responsables. Es decir, luego de determinada la responsabilidad de los directores (con la concurrencia de todos los presupuestos de esa responsabilidad) se aplicará la solidaridad entre ellos<sup>930</sup>. En realidad, lo que la jurisprudencia mencionada ha intentado establecer, si bien con poco rigor técnico, es cierto, es que el hecho de pertenecer al directorio hace surgir en cabeza del director todo el plexo de deberes que prescribe la ley, incluyendo los de participar en la administración, estar informado, etc. Pero aquí el director desinteresado de los negocios sociales no responde por la sola circunstancia de integrar el directorio, sino por violar precisamente los deberes referidos<sup>931</sup>. Luego, frente a la víctima del daño, responderán, ahora sí, solidariamente, todos los que hubiesen sido hallados responsables. Los directores que no fueron autores directos de la conducta dañosa responderán por *culpa in vigilando*, como reiteradamente ha establecido la jurisprudencia<sup>932</sup>.

---

<sup>930</sup> Manóvil, Rafael, “Responsabilidad...”. En igual sentido, Rivera, Julio, “Responsabilidad...”.

<sup>931</sup> De ahí que tampoco cabe responsabilizar al director suplente que nunca asumió sus funciones o que no estaba en ejercicio del cargo al momento de producirse las conductas dañosas, como alguna jurisprudencia laboral llegó a afirmar.

<sup>932</sup> Por ejemplo, CNCom., Sala C, “Minetti y Cía. Ltda. S.A.”, fallo del 11-06-1996, La Ley 1999-F, 159. Un caso interesante se planteó en un reciente fallo de la misma Cámara. Se trató de actos realizados por el presidente del directorio de una sociedad anónima, sin una previa deliberación del directorio, que el tribunal consideró que debieron haber sido autorizados por la asamblea. La sentencia responsabilizó al director culpable de la maniobra y a los síndicos, pero eximió de responsabilidad a los directores que no tuvieron conocimiento de ella, ni participaron en la decisión. En un extenso y profundo voto, con abundantes citas de doctrina y jurisprudencia, el Dr. Pablo Heredia consideró que “*Así las cosas, la ausencia de prueba acerca de la existencia de una previa deliberación orgánica del directorio, conduce a una atribución de responsabilidad que exclusivamente recaiga en el nombrado, pues en esas condiciones su actuación, aunque imputable a la sociedad, puede calificarse como el ejercicio de funciones impropias (conf. Roitman, H., ob. cit., T. IV, ps. 495/496, N° 6). No hay posibilidad de extender a los otros integrantes*

La responsabilidad de algún director puede hacerse atendiendo a su actuación individual si se le asignan funciones en forma personal, siempre que esa designación se inscriba en el registro respectivo (artículo 274, segundo párrafo, LGS). Manóvil, comentando esta norma, recuerda su escasa utilización en la práctica negocial y afirma que admite interpretaciones disímiles. Por un lado, puede ser leída como una exención de responsabilidad a los demás directores en relación con las funciones asignadas a uno de ellos. Por la otra, puede decirse que el director al que se le asignaron funciones está exento de toda responsabilidad por la actuación de los demás. En ambos casos, desaparecería la culpa *in vigilando*<sup>933</sup>. Es claro, que la interpretación correcta no es esa, pero sí es cierto que deberá, entiendo, hacerse una distinción. En caso de actuación como órgano colegiado, siempre existirá para todo director (incluyendo aquél a quien se asignaron funciones) el deber de oponerse a cualquier decisión que pueda ser violatoria de la ley o los estatutos o que pueda causar daños a la sociedad o a terceros<sup>934</sup>. No lo eximirá de ese

---

*del directorio la responsabilidad solidaridad [sic] establecida por el art. 274 de la ley 19.550, pues tal norma no exime del análisis de la imputabilidad de la conducta del director responsable. Es que, en efecto, la pauta general de interpretación es que la responsabilidad es individual de cada director, y para que exista obligación de indemnizar debe existir una actuación imputable a cada funcionario, por acción u omisión, teñida del correspondiente factor de atribución; recién cuando estas condiciones se hallen reunidas respecto de más de un director, corresponderá entre ellos responder solidariamente (conf. esta Sala D, 5/11/2008, “Simancas, María A. c. Crosby, Ronald y otros s/ sumario”, considerando 9º; Roitman, H., ob. cit., T. IV, ps. 556/557).”; (CNCom., Sala D, “Oversafe Seguros de Retiro S.A.”, fallo del 18-06-2019, La Ley, diario del 1-11-2019). Entiendo que esta es la doctrina correcta, tal como se explicara más arriba. Guillermo Marcos, en comentario al fallo reseñado, sostiene que, aun en ausencia de reunión formal o deliberación previa, debería presumirse que los directores han participado o tomado conocimiento de los actos dañosos y por tanto son responsables solidariamente por sus consecuencias en los términos del artículo 274, LGS. El director que no participó de la decisión podrá rebatir la presunción en su contra demostrando su ajenidad en las maniobras denunciadas (La Ley, diario del 1-11-2019, pág. 4). Parece excesiva esta postura pues crea una presunción de responsabilidad que la ley no establece y coloca al director en la difícil o imposible posición de demostrar un hecho negativo. Ello amén de que no se aprecia cuál sería el factor de atribución por el que se le imputaría responsabilidad. El autor parece adherir a la postura de que la mera condición de integrar el directorio es suficiente (tal vez por una mala entendida solidaridad), lo que, insisto, convierte impropiaamente al sistema de responsabilidad de los directores en objetivo.*

<sup>933</sup> Manóvil, Rafael, “Responsabilidad...”.

<sup>934</sup> Votando en contra y haciendo saber el hecho al síndico.



deber la circunstancia de tener funciones especiales asignadas (aun cuando estén inscriptas). Ese deber es, en definitiva, una manifestación del deber de vigilancia sobre la actuación del directorio, cuyo incumplimiento constituirá una culpa *in vigilando*. Aquí sí se presumirá que todo director ha participado o tiene conocimiento de la decisión<sup>935</sup>.

Distinto es el caso, ya comentado, de actuaciones de algún director o del presidente del directorio en ausencia de reunión del órgano. En este caso, el director que no participó de la actividad no será responsable, pero si tiene conocimiento de ella o no podía ignorarla por las circunstancias del caso, deberá informarla inmediatamente a los restantes directores, manifestando su oposición, y al síndico.

Una cuestión que también puede plantearse es la del alcance temporal de la responsabilidad de los directores. Está claro que, luego de cesado legalmente en el cargo, nada podrá imputársele. Pero respecto de los hechos anteriores a su asunción, el tema puede presentar algunos matices. Como principio general, no cabe exigir a un director que asume su cargo una auditoría o investigación completa de todo lo ocurrido hasta ese momento en la administración de los negocios sociales. No obstante ello, tampoco puede desentenderse de las actuaciones o hechos que siguen produciendo efectos al momento de su asunción y/o hacia el futuro. En tal caso, es razonable exigirle informarse de esas cuestiones “en marcha” y tomar las medidas que estimare convenientes para evitar los daños que puedan producirse y, por supuesto, proceder a la reparación de los ya ocurridos<sup>936</sup>. Por lo demás, es normal, y parte de la diligencia de un buen hombre de negocios, que quien asume un cargo de director se interiorice de la actividad de la sociedad a fin de poder gestionarla hacia el futuro.

---

<sup>935</sup> Un caso que puede plantear dudas es el del director ausente de la reunión que adoptó la decisión dañosa. Entiendo que, si la ausencia es justificada y no resulta una conducta reiterada, el director no será responsable, siempre y cuando, al tomar conocimiento de la decisión la denuncie al síndico (incluso sería su deber tomar conocimiento prontamente de la decisión adoptada en la reunión a la que no pudo concurrir). Pero no se eximirá de responsabilidad aquel director que reiteradamente se ausente de las reuniones de directorio y manifieste así su desinterés por la administración de los negocios sociales. Ello iría en contra de su deber de actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios.

<sup>936</sup> Cfr. Zaldívar, Enrique, Manóvil, Rafael, Ragazzi, Guillermo y Rovira, Alfredo, “Cuadernos...”, Tomo III, pág. 660.

(ii) Causales de responsabilidad. Sus presupuestos.

Ateniéndonos a las normas del sistema societario, cabe mencionar que el primer párrafo del artículo 274, de la LGS, establece tres causales de responsabilidad para los directores de sociedades anónimas. Por un lado, aparece, en el primer párrafo, el mal desempeño del cargo, según el criterio del artículo 59, es decir, básicamente la violación a los deberes de lealtad y diligencia. A continuación, la norma menciona la violación de la ley, el estatuto o el reglamento de la sociedad. Aquí la referencia es a la infracción de las reglas constitutivas y de desenvolvimiento de la sociedad, internas podría decirse, y al incumplimiento de cualquier norma legal sin distinción de jerarquía. Observa Manóvil que la equiparación no resulta afortunada pues no puede tener la misma responsabilidad quien infringe una norma penal o tributaria que quien deja de observar, por ejemplo, el plazo estatutario para la convocatoria a asamblea<sup>937</sup>. Esta equiparación se traslada al supuesto de extinción de la responsabilidad del director prevista en el artículo 275. Más allá de ello, la norma es clara: la aprobación de la gestión del directorio no extingue su responsabilidad cuando ésta emerge de una violación de la ley, el estatuto o el reglamento de la sociedad<sup>938</sup>.

En tercer lugar, la parte final del primer párrafo del artículo 274 dispone que también se responderá por cualquier otro daño producido por dolo, abuso de facultades o culpa grave. La mayoría de la doctrina ha interpretado que esta frase agrega nuevos supuestos de responsabilidad, amén de los ya mencionados y que sólo respecto de esta tercera causal se requiere culpa grave. En esta línea, las dos primeras causales mencionadas harían incurrir al director en responsabilidad por daños causados en ejercicio de sus funciones, mientras que la última causal refiere a daños ocasionados con ocasión de las funciones, es decir, cuando la conducta dañosa no es propia de la función directorial, sino que es ocasión para cometer el ilícito (el ejemplo que se cita es el de la

---

<sup>937</sup> Manóvil, Rafael, “Responsabilidad...”.

<sup>938</sup> Manóvil sugiere que la ley podría haber previsto la facultad de la asamblea de extinguir la responsabilidad en el caso de transgresiones menores a normas internas de la sociedad, lo que parece lógico, aunque entiendo que ello sólo sería conveniente para las sociedades cerradas.

utilización de información privilegiada)<sup>939</sup>.

En definitiva, habrá responsabilidad siempre que, en ejercicio de las funciones propias de administración, se violen los deberes de lealtad y diligencia, según el criterio del artículo 59, o la ley, el estatuto o el reglamento, o cuando, con ocasión de las funciones de administración, se actúe con dolo, abuso de facultades o culpa grave<sup>940</sup>. Se advierte que en este último caso el factor de atribución es más exigente, lo que se justifica por no tratarse de actividades propias de la administración.

En palabras de un fallo:

*“La actuación de los directores del ente societario realizada 'con ocasión de sus funciones' aprehende y permite considerar incluidos en el ámbito de responsabilidad de la persona jurídica por los actos ilícitos de sus administradores no solo los actos propios de la esfera de incumbencia de ellos, sino también los supuestos de ejercicio aparente de la función o abuso de ella, e incluso si el acto fuera considerado ajeno a la función cuando no hubiera podido ejecutarse de no mediar la relación orgánica, o cuando esa relación hubiera facilitado notablemente la comisión, o constituyó una conditio necesaria, indispensable para que el evento dañoso acaeciera.”*; (CNCom., Sala D, in re “Maffei c. Vallejo y Cía. Sociedad de Bolsa S.A.”, fallo del 7-8-2012, La Ley Online AP/JUR/2959/2012).

Ahora bien, ni el artículo 59, ni el artículo 274 proporcionan todos los elementos necesarios para que exista atribución de responsabilidad, por lo que habrá que acudir a las normas del Código Civil y Comercial, siempre que sean compatibles con el sistema societario.

(1) Antijuridicidad.

---

<sup>939</sup> Cfr. Junyent Bas, Francisco, “Responsabilidad...”, pág. 69. También Otaegui, Julio, “Responsabilidad civil de los directores”, Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, Año 11, No. 65, 1978, págs. 1299 y ss.

<sup>940</sup> Cfr. Verón, Alberto, “Ley general de sociedades...”, Tomo II, comentario al artículo 59, párrafo § 25 b).

(a) En general.

La moderna doctrina sostiene que una conducta es antijurídica cuando resulta contraria al ordenamiento jurídico integralmente considerado<sup>941</sup>. Se trata de un concepto objetivo independiente de la voluntad y culpabilidad del agente. Puede tratarse de acciones positivas o por omisión o referirse a un conjunto de acciones (actividades). Asimismo, la antijuridicidad debe analizarse desde la conducta, no desde el daño, que puede adjetivarse de justo o injusto, según su resarcimiento deba ser afrontado por la víctima o por un tercero. Así, no todo acto antijurídico es dañoso<sup>942</sup>, ni todo acto dañoso es antijurídico (cuando las consecuencias de ese daño deben ser soportadas por quien lo sufre).

El acto humano puede ser formalmente antijurídico, cuando viola una expresa prohibición legal, o material, concepción más amplia que abarca la antijuridicidad formal y las conductas implícitamente prohibidas por la ley, emergentes de los principios generales del derecho, el orden público, el abuso del derecho, la moral y las buenas costumbres<sup>943</sup>.

De allí se desprende que la antijuridicidad es un concepto unitario. No existe, por ejemplo, una antijuridicidad penal y otra civil, pues no es posible admitir en una rama del

---

<sup>941</sup> Pizarro, Ramón Daniel y Vallespino, Carlos Gustavo, “*Tratado de responsabilidad...*”, pág. 221.

<sup>942</sup> Por ejemplo, en la responsabilidad administrativa por violaciones a normas sobre mercado de capitales, la jurisprudencia unánime admite que no se requiere el daño para aplicar las sanciones legales, pues el interés público se ve afectado aún con el perjuicio potencial que se pudiere ocasionar, es decir, con independencia de que se obtengan réditos económicos o no (cfr. Corte Suprema de Justicia de la Nación, *in re* “Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.”, fallo del 27-09-2001, Fallos: 324:3083).

<sup>943</sup> La antijuridicidad material se ha vuelto aún más amplia, si cabe, a partir de la sanción del Código Civil y Comercial, específicamente en su artículo 2, lo que ha generado no pocas críticas pues, se afirma, el sistema se vuelve inestable cuando no puede determinarse con precisión cuál es el derecho aplicable a una situación o conducta (por ejemplo, en general y no referido a nuestro ordenamiento jurídico, cfr. García Amado, Juan Antonio, “*Derechos y pretextos. Elementos de crítica al neoconstitucionalismo*”, en Carbonell, Miguel (Ed.), “*Teoría del neoconstitucionalismo*”, Ed. Trotta, Madrid, 2007, págs. 237 y ss.). Es claro que este debate excede del objeto de esta obra.

derecho lo que se prohíbe en la otra<sup>944</sup>. Lo que sí se regula de diferente manera son las consecuencias de esa antijuridicidad.

En el ámbito del derecho societario, afirmaba Junyent Bas que la LGS adopta el criterio de la antijuridicidad material, pues no es necesario un catálogo de prohibiciones para enmarcar la conducta del director como antijurídica, aunque admite que el artículo 274 parece confundir antijuridicidad con daño al hablar de “*cualquier otro daño...*”<sup>945</sup>. Otra confusión frecuente a que conduce la redacción del artículo 274 es entre factores de atribución y antijuridicidad.

En definitiva, como ya se dijo, las conductas antijurídicas previstas en la LGS son las violaciones a los deberes de lealtad y diligencia (artículo 59), que el artículo 274 denomina mal desempeño del cargo<sup>946</sup>; cualquier violación de la ley o el estatuto y demás documentos constitutivos de la sociedad, y, actuando con ocasión de sus funciones, cualquier otra conducta antijurídica, por la que el director responderá si dicha conducta hubiese causado un daño y hubiese sido realizada con dolo, abuso de facultades o culpa grave. Se trata, en definitiva, de concreciones de la antijuridicidad de la conducta del director, pues todas son infracciones al ordenamiento jurídico.

Como ya se expresó, la antijuridicidad comprende conductas positivas o negativas (antijuridicidad por omisión). En este último caso debe existir un específico deber de obrar de determinada manera, aunque el nuevo Código Civil y Comercial, en sus artículos 1.710, 1.717 y 1.749, tiene un tratamiento más flexible que el anterior Código Civil velezano que exigía una norma expresa que obligase a actuar (en el antiguo artículo 1.074). En la actual normativa, el deber de actuar puede surgir no de una norma expresa, si no del ordenamiento jurídico integralmente considerado<sup>947</sup>.

---

<sup>944</sup> Zavala de González, Matilde, “*La responsabilidad civil en el nuevo Código*”, Ed. Alveroni, Córdoba, 2015, Tomo I, pág. 400.

<sup>945</sup> Junyent Bas, Francisco, “*Responsabilidad civil...*”, pág. 43.

<sup>946</sup> Denominación errónea, a mi juicio, por insuficiente pues la violación de la ley también constituye un mal desempeño del cargo.

<sup>947</sup> En este sentido, se ha advertido del peligro de interpretaciones desmedidas de estas normas que pueden generar incertidumbre a la hora de determinar si existe o no un deber de actuar. Aquí resultará

(b) La antijuridicidad en los mercados de capitales.

En el mercado de capitales, las conductas antijurídicas típicas, en lo que aquí resulta de interés, serán las violatorias de las normas sobre transparencia: información en los prospectos, régimen informativo periódico y permanente. En este sentido, es útil recordar que el derecho a la plena información en los mercados tiene, al decir de la doctrina nacional y extranjera, el carácter de un principio general del Derecho del Mercado de Capitales<sup>948</sup>. En la Argentina este principio se recoge en el artículo 99, de la LMC, que, en su primer párrafo, dispone que los sujetos obligados deberán informar a la CNV una serie de hechos y circunstancias en forma *directa, veraz, suficiente y oportuna*. A su vez, el artículo 1, Sección I, Capítulo I, Título XII, de las Normas de la CNV, prohíbe todo acto u omisión, de cualquier naturaleza, que afecte o pueda afectar la transparencia en el ámbito de la oferta pública.

Se trata de una norma general que se erige en rectora del sistema, cumpliendo un rol similar al *alterum non laedere*, del derecho civil, contenida en el artículo 1.717, del Código Civil y Comercial. Cada vez que una conducta u omisión afecte o pueda afectar la transparencia, habrá un acto antijurídico<sup>949</sup>.

También pueden encontrarse normas generales en otras partes de las disposiciones

---

fundamental el artículo 1.710 que establece la obligación de prevención del daño (cfr. Pizarro, Ramón Daniel y Vallespino, Carlos Gustavo, “*Tratado de responsabilidad...*”, pág. 235). Especialmente delicada puede ser la situación de una sociedad bajo el régimen de oferta pública frente a la obligación de informar hechos relevantes cuando no hay certeza de esa condición de relevancia, lo que se agrava si se trata, además, de información sensible para la sociedad. Ante una duda razonable debería prevalecer el principio constitucional de que nadie está obligado a hacer lo que la ley no manda, aunque la cuestión es claramente opinable y dependerá de cada situación en concreto. En este punto, debe tenerse presente también el orden de prelación normativo, teniendo preeminencia las normas de la LMC y las del sistema societario sobre las del Código Civil y Comercial, salvo disposiciones de orden público o indisponibles de este último.

<sup>948</sup> Cfr. Luciani, Fernando y Araya, Miguel, “*Financiación en el mercado de capitales*”, en Araya, Miguel y Bergia, Marcelo (Dirs.), “*Derecho de la Empresa y del Mercado*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2008, Tomo III, pág. 404.

<sup>949</sup> Recuérdese que ello no implicará automáticamente una responsabilidad civil para el autor de la conducta, pues para que así suceda deben darse los demás presupuestos, especialmente el daño. No así, como se dijo, para la responsabilidad administrativa en la que la mera potencialidad de daño será punible.

sobre mercado de capitales. Así, el artículo 2, Sección II, Capítulo I, Título XII, de las Normas, dispone que los sujetos obligados allí descriptos deberán informar a la CNV en forma inmediata todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables, el curso de su negociación o el desenvolvimiento de la actividad propia de cada sujeto. La enumeración que hace a continuación el artículo 3 es meramente ejemplificativa. Se trata de criterios generales indispensables a la hora de analizar la conducta de los administradores en punto a su antijuridicidad. El organismo encargado de determinar cuándo un hecho es relevante y debe ser informado es la CNV.

Normalmente, los hechos relevantes serán los descriptos expresamente en el artículo 3 y la omisión de informarlos en tiempo y forma transformará en antijurídica esa omisión. Pero puede existir una zona gris de duda razonable en algunos casos. La conducta prudente de un administrador consistirá en tratar de determinar si el hecho en cuestión debe informarse o no, ya sea asesorándose con expertos, ya sea incluso efectuando consultas al propio organismo regulador.

## (2) El factor de atribución.

Ya se ha dicho que en el sistema societario el factor de atribución de responsabilidad a los directores de sociedades anónimas es subjetivo, por dolo o culpa. No cabe, en mi opinión, la responsabilidad objetiva.

Ahora bien, como se adelantó, también el artículo 274 prevé diversos supuestos con factores de atribución distintos según el caso. Cuando se trata del incumplimiento de los deberes de lealtad o diligencia o la violación de normas legales o estatutarias de la sociedad, el factor de atribución podrá ser la culpa, en cualquiera de sus gradaciones, o el dolo, entendiéndose que el director ha realizado el acto antijurídico en el ejercicio de sus funciones.

Por el contrario, se requerirá dolo o culpa grave<sup>950</sup> cuando el director actúe con ocasión de sus funciones, lo que se entiende por tratarse en general de actos no propios

---

<sup>950</sup> El abuso de facultades no es sino una manifestación del dolo (cfr. Junyent Bas, Francisco, “Responsabilidad...”, pág. 72).

de la administración.

En relación con el criterio de la culpa, Junyent Bas sostiene que, dado que las obligaciones del administrador surgen de la ley como una serie de mandatos legales, la violación a esos mandatos implicará, en la mayoría de los casos, una presunción de culpa, pues ésta surgirá de la misma conducta, es decir, la culpa estará *in re ipsa*<sup>951</sup>.

En una palabra, en la inconducta está la violación de la lealtad y diligencia querida por la norma. De ahí que este autor afirme que sostener el régimen subjetivo de imputación implicaría, al menos, admitir que el incumplimiento material lleva ínsito la culpa del agente, pues éste no tendrá excusa alguna dada la profesionalidad de su función. En la mayoría de los casos el administrador sólo podrá eximirse mediante la ruptura del nexo causal, o sea, acreditando el hecho de la víctima o de un tercero por quien no debe responder o el caso fortuito o la fuerza mayor. Una causa ajena en la terminología del artículo 1.722, del Código Civil y Comercial. La prueba de la no culpa, es decir, de una eventual ignorancia de hecho que haya afectado su conducta como administrador, impidiendo la culpabilidad, aparece como una hipótesis más teórica que real, porque la antinormatividad y la culpabilidad están subsumidas en un juicio de previsibilidad abstracto propio del estándar del buen hombre de negocios. Así, la producción del daño responde a un juicio de probabilidad abstracto de causalidad adecuada y la culpabilidad requiere de un juicio de probabilidad también abstracto. Ambos juicios están lógicamente tan cerca que, si se causa un daño antijurídicamente, el juicio de previsibilidad propio de la culpa queda injertado en esa conducta adecuada para el daño y por ende, aparece una imputación legal de culpa, pero culpa al fin. La doctrina civilista sostiene en estos casos la responsabilidad objetiva, siendo el factor de atribución solamente la conducta material, pero en la ley societaria la imputación legal de culpa surge nítida del artículo 59 y por eso el régimen sigue siendo subjetivo. La culpa se patentiza *in re ipsa*<sup>952</sup>.

Entiendo que esta elaboración puede ser aplicable en algunos casos, pero no en todos. Por ejemplo, es cierto que la violación de una norma legal expresa difícilmente pueda admitir la defensa de haber realizado una conducta diligente. Piénsese en el deber

---

<sup>951</sup> Ídem, pág. 74.

<sup>952</sup> Ídem, págs. 78 y 79.



de presentar estados contables que reflejen adecuadamente la situación patrimonial y financiera de la sociedad, conforme las normas técnicas respectivas. El director no podrá excusarse intentando acreditar su no culpa, pues la violación del deber legal llevará implícita la negligencia o el dolo. Pero la cuestión no es tan sencilla, especialmente en las grandes sociedades y en las cotizadas. Normalmente el directorio no se ocupará personalmente de confeccionar los estados contables, sino que esa tarea la llevará adelante un equipo de profesionales contables, los que a su vez dependerán de la gerencia administrativa de la empresa, no directamente del directorio. De ahí que, si llegara a haber negligencia en la confección de los estados contables, podría ocurrir que los mandos medios no informaran de esa circunstancia al directorio inmediatamente, esperando tal vez solucionar rápidamente el inconveniente. En este caso no es que el directorio se eximirá de responsabilidad, pero, como lo ha afirmado reiteradamente la jurisprudencia, será responsable a título de culpa *in vigilando*, la que, entiendo, se presumirá. Ahora bien, imputado de responsabilidad, ¿podría el director eximirse demostrando que adoptó todas las medidas necesarias y todos los mecanismos de control y supervisión requeridos para evitar la producción de negligencias como la imputada? En principio, la respuesta debería ser negativa, especialmente considerando la cuestión frente a un tercero dañado por la información deficiente. Pero cabe preguntarse si, a semejanza de lo que ha sostenido la jurisprudencia norteamericana, debería ser lícito para el directorio confiar en la opinión de expertos, por ejemplo, los dictámenes de auditoría externa u opiniones de abogados, con los alcances que ellas tienen (generalmente incluyen varias declaraciones que buscan eximir de responsabilidad a sus firmantes).

La cuestión a mi entender pasa por determinar quién es el que detenta y controla la información en base a la cual se emiten las opiniones de los expertos. En el caso de los dictámenes de auditoría, es claro que se basan en la información que le suministra la compañía, a través generalmente de empleados que, en última instancia son controlados por el directorio<sup>953</sup>. De ahí que difícilmente pueda pensarse en una eximente de

---

<sup>953</sup> El problema se ha tornado más complejo a partir del caso Enron cuando, como consecuencia de los delitos imputados a una reconocida firma internacional de auditoría, se exigió a las demás separar las funciones de sindicatura y auditoría, de suerte que, al menos en relación con las firmas más importantes, estos roles están separados. No hay duda de que los síndicos son responsables junto con el directorio de la confección de los estados contables pues cuentan con acceso a toda la información de la compañía, pero los auditores externos dependen de aquéllos para hacer sus investigaciones por lo que su responsabilidad

responsabilidad para los directores en este caso pues la información siempre debe ser verificada y controlada por el directorio, si no personalmente, al menos a través de la gerencia correspondiente que debe, a su vez, ser supervisada por el directorio. Es decir, siempre habrá responsabilidad, sea por no controlar directamente la información, sea por no supervisar a quien debía controlarla.

En el caso de las opiniones legales, en realidad se aplica el mismo criterio, pues los abogados emiten sus opiniones luego de haber auditado la información suministrada por la compañía. Salvo que la deficiencia no esté en la información, si no en la interpretación legal que se hace de esa información. El supuesto en realidad es bastante teórico, pero aun así habrá que ver si la compañía cuenta con abogados internos que deberían estar obligados a controlar el contenido de esa opinión legal. De todas maneras, si el daño fue causado por una opinión legal deficiente en cuanto a la interpretación jurídica de la información suministrada por la empresa y no por la información en sí, habría responsabilidad de los firmantes de esa opinión legal y no del directorio<sup>954</sup>.

Más allá de supuestos excepcionales, la regla general será la responsabilidad del director y la imposibilidad de demostrar su no culpa, al menos en los casos de violaciones a deberes legales expresos. En esto coinciden la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia.

Empero, cierta corriente doctrinal y algún antecedente jurisprudencial intentaron avanzar en otro sentido. Así, Granero opina, citando a Matta y Trejo, que sería deseable distinguir las funciones y el rol tanto de cada director interno, como externo, y estudiar las reglas de administración empresaria a fin de no adoptar decisiones judiciales que no se ajusten a la realidad empresaria. Sería deseable también, sigue el autor citado, evitar formular afirmaciones dogmáticas que exigen al director societario externo conocimientos de la operación diaria de la compañía en que se desempeñe, que son

---

aparecerá sólo cuando dejen pasar, sin advertirlas, irregularidades evidentes que surjan de los mismos documentos a ellos presentados o cuando omitan exigir información relevante para su labor.

<sup>954</sup> En materia de prospectos, el artículo 120, de la LMC, establece que los expertos o terceros que opinen sobre ciertas partes de él sólo serán responsables por la parte de dicha información sobre la que han emitido opinión.

imposibles de obtener por más diligencia que se practique, aún con dedicación plena<sup>955</sup>.

El precedente jurisprudencial es de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala B, en autos “SA Compañía Azucarera Tucumana s/Quiebra”<sup>956</sup>. Allí, el tribunal sostuvo que

*“... si bien los directores de una sociedad anónima deben supervisar y controlar toda la gestión empresarial, como responsables que son ante los accionistas que representan, debe tenerse en cuenta que muchos hechos pueden escapar a su control, lo cual es frecuente en caso de un gran volumen de la empresa, aventando por lo tanto la culpa in vigilando que se les imputa (...). Fuera de la extensión de responsabilidad en general, por la existencia de una culpa in vigilando, los miembros del directorio están exentos de responsabilidad cuando, atento a las circunstancias del caso no han participado de la conducción o realización de las inconductas comerciales (...) Tratándose de una sociedad con gran volumen de negocios, corresponde eximir de responsabilidad a los directores que no tuvieron la gestión inmediata y directa de la empresa, y que aun aplicando la vigilancia y celo exigido a todo buen hombre de negocios, no pudieron estar en condiciones de cohonestar las inconductas de los directores implicados.”*

Cabe decir que este precedente no ha sido seguido ni por la jurisprudencia, ni por la doctrina mayoritarias.

El razonamiento es ciertamente impecable y de sentido común. Empero, entiendo que nuestro sistema legal no permite una exención de responsabilidad ni siquiera en estos

---

<sup>955</sup> Granero, Martín I., “La responsabilidad de los directores de una Sociedad Anónima según el art. 59 de la Ley de Sociedades Comerciales: el concepto del ‘buen hombre de negocios’”. Trabajo Final Integrador de Maestría en Derecho Empresario Económico. Universidad Católica Argentina, Facultad de Derecho, 2016. Disponible en línea en: <http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/tesis/responsabilidad-directores-sociedad-anonima.pdf> (fecha de consulta: 19/10/2022). La cita de Matta y Trejo es de Matta y Trejo, Guillermo E., “Necesidad de adecuar el régimen de responsabilidad del Directorio de la anónima a la realidad de la organización empresarial”. “Cuestiones de Derecho Societario en homenaje a Horacio P. Fargosi”, Ed. Ad-Hoc, 2004. En igual sentido, Boretto, Mauricio, “Proyecciones jurisprudenciales del tratamiento de la responsabilidad civil de los administradores societarios como profesionales”, TR LALEY AR/DOC/150/2022.

<sup>956</sup> Fallo del 15/03/1982, ED 99-443.

casos. La distinción<sup>957</sup> entre directores internos, encargados de la gestión diaria, y externos, ajenos a dicha gestión y que, por eso mismo, podrían eximirse de responsabilidad, no existe en nuestra regulación. Todo director tiene el deber de supervisar la gestión de la empresa y la ley pone en sus manos todos los medios y las facultades necesarias para ello. Sólo en alguna situación excepcional en que se demuestre efectiva y acabadamente una imposibilidad absoluta del director de conocer la conducta dañosa podría llevar a eximirlo de responsabilidad. Pero normalmente ello no ocurrirá.

(3) El daño.

(a) En general.

En el sistema de responsabilidad societaria el daño resulta de gran importancia y es en gran medida el eje directriz por el que pasan sus restantes presupuestos, tal como hace el moderno derecho de daños<sup>958</sup>.

Como afirma la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia, no es suficiente demostrar la conducta antijurídica del director, sino que es menester también acreditar el perjuicio concreto<sup>959</sup>.

Ahora bien, el daño, desde el punto de vista de la responsabilidad societaria genérica, no presenta mayores dificultades, pudiendo tomarse las elaboraciones efectuadas por la doctrina civilista al respecto.

Para un sector muy importante de la doctrina y de la jurisprudencia, debe distinguirse entre daño y daño resarcible. En el primer caso se trata de la afectación a un derecho subjetivo o a un interés legítimo de naturaleza patrimonial o extrapatrimonial. Así lo establece el artículo 1.737, del Código Civil y Comercial.

Sin embargo, a la hora de definir al daño como presupuesto de la responsabilidad civil (daño resarcible), el Código Civil y Comercial establece una definición más restringida. Así considerado, el daño ya no es la mera afectación a un derecho o interés,

---

<sup>957</sup> Que efectúan, entre otros, Matta y Trejo y Granero en las obras citadas.

<sup>958</sup> Junyent Bas, Francisco, “*Responsabilidad...*”, págs. 75 y ss.

<sup>959</sup> Cfr. Verón, Alberto, “*Ley general de sociedades...*”, Tomo VI, comentario al artículo 274, § 57.

sino la consecuencia perjudicial o menoscabo que se deriva de dicha afectación. Se trata de una relación de causa a efecto. Es lo que establece el artículo 1.738. Lo mismo cabe inferir del artículo 1.741.

Como consecuencia de ello, puede definirse al daño resarcible como el perjuicio que se deriva de la lesión a un interés económico o espiritual, individual o colectivo<sup>960</sup>.

En cuanto al daño patrimonial, constituye una disminución del patrimonio afectado. Ese menoscabo puede ser directo o derivar de la frustración de ganancias u oportunidades económicas. Lo que debe ponderarse es la diferencia entre la situación, valorada económicamente, que tendría ese patrimonio de no haber existido el evento dañoso y aquella en que efectivamente se encuentra luego de ocurrido ese evento. La reparación plena tiende a recomponer el patrimonio de manera que se encuentre en la primera de las situaciones ponderadas.

Ahora bien, el daño resarcible requiere de la presencia de algunas características: puede ser directo o indirecto, actual o futuro, pero debe ser siempre cierto y subsistente (artículo 1.739, del Código Civil y Comercial).

El daño adquiere certidumbre cuando puede ser constatada su existencia, independientemente de que no pueda ser cuantificado con exactitud. Un daño eventual o hipotético no puede ser resarcido. Tampoco la mera posibilidad de que pueda ocurrir<sup>961</sup>. En este sentido, el daño futuro tendrá certidumbre, y, consecuentemente, podrá ser resarcido, cuando aparezca con un grado de probabilidad objetiva suficiente, de acuerdo con las circunstancias del caso<sup>962</sup>.

El daño puede ser, además, directo o indirecto. Lo primero, cuando el titular del interés afectado es la víctima. Es indirecto cuando el perjuicio deriva de un daño a terceros que repercute en la esfera de quien reclama indemnización (por ejemplo, en caso de muerte por homicidio los hijos pueden demandar reparación del daño a título personal

---

<sup>960</sup> Pizarro, Ramón Daniel y Vallespino, Carlos Gustavo, “*Tratado de responsabilidad...*”, Tomo I, pág. 133.

<sup>961</sup> Ídem, pág. 150.

<sup>962</sup> Ídem, pág. 151.

(artículos 1.741 y 1.745, del Código Civil y Comercial).

Por otro lado, el daño debe ser subsistente al momento de ser reparado, pues no cabría reparar un daño que ha cesado o ya ha sido indemnizado. El momento para apreciar la subsistencia del daño debe ser la sentencia<sup>963</sup>.

El daño debe ser probado por quien lo invoca, excepto presunción legal o que aquél surja notorio de los propios hechos (artículo 1.744, del Código Civil y Comercial).

(b) El daño bursátil.

En el campo de los mercados financieros pueden presentarse algunas dificultades a la hora de determinar, acreditar y cuantificar el daño. De ahí que resulte de gran importancia tratar de aproximarse a una definición en ese ámbito.

En este sentido, creo útiles, y aplicables al derecho argentino, las reflexiones que hiciera Nicolas Spitz para el derecho francés en su obra ya citada. Así, lo primero que debe tenerse presente es que el daño estará constituido por el impacto económico o financiero negativo producido en el patrimonio del inversor por la infracción a los deberes establecidos en la normativa sobre mercados de capitales. En el caso de la difusión de información errónea o falsa, o la omisión de difundir información cuando debía hacerse, resulta evidente ese impacto negativo. El título afectado verá su precio artificialmente sobrevalorado o infravalorado, generando una distorsión en la cotización que el inversor no debe soportar por originarse en una causa ajena al normal desenvolvimiento del mercado. Asimismo, se producirá una distorsión en las expectativas del mercado sobre el desenvolvimiento futuro de la sociedad. En el caso de otras infracciones, como la manipulación de precios u operaciones fraudulentas, la realización de operaciones prohibidas o la oferta pública de títulos sin autorización, lo que se verá afectado será el normal desenvolvimiento del mercado no sólo por la distorsión en los precios o las expectativas, sino eventualmente también por la realización de operaciones en condiciones desventajosas para los inversores víctimas de la conducta dañosa.

Capítulo aparte merece el análisis de las consecuencias patrimoniales negativas de las operaciones con información privilegiada. Aquí el daño no es fácil de demostrar y

---

<sup>963</sup> Ídem, pág. 166.

por eso el párrafo a), del artículo 117, de la LMC, establece que quien puede accionar por uso de información privilegiada es la sociedad emisora de los títulos respectivos o, en su defecto, cualquier accionista de ella. Pero los inversores están excluidos de esta acción<sup>964</sup>.

El daño financiero así esbozado resulta muy amplio y comprende no sólo las operaciones realizadas en mercados regulados, sino también las realizadas en mercados no regulados y aún las transacciones bilaterales. De ahí que resulte necesario afinar aún más en la aproximación a una definición. En este sentido, dado el alcance de esta obra, considero que el daño financiero que debe tenerse en cuenta aquí es el relativo a títulos con oferta pública autorizada o que debieran tenerla. Quedan así excluidas las transacciones meramente privadas e individuales.

Por la estructura del sistema de capitales argentino, toda la negociación primaria y secundaria de valores negociables con oferta pública autorizada se realizará a través de los mercados regulados. De allí que puede definirse al daño financiero relativo a dichos valores negociables como un daño bursátil (tomando este último término en sentido amplio, no sólo relativo al que se produce en una “bolsa de comercio”).

Este daño bursátil se caracterizará por las consecuencias negativas de la conducta dañosa en el patrimonio del inversor sea en su calidad de tenedor de un valor negociable con oferta pública, sea como potencial adquirente de tal valor negociable<sup>965</sup>.

Por otro lado, no me parece conveniente adoptar la limitación de Spitz, quien caracteriza al daño bursátil como aquél que afecta al buen funcionamiento del mercado. Ello puede ser útil para el ámbito administrativo de responsabilidad, pero no para la responsabilidad civil (al menos en la Argentina) en que lo esencial será la afectación al patrimonio de los inversores. Naturalmente que tal afectación patrimonial será

---

<sup>964</sup> Cfr. las consideraciones realizadas al hablar del derecho francés.

<sup>965</sup> Podría plantearse en nuestro derecho la cuestión de la existencia de un “daño al mercado”, es decir, no a uno o más inversores, sino al mercado en sí. Más allá de la conceptualización teórica que pudiera hacerse, tal daño no encuentra recepción legal en la Argentina como daño resarcible y tampoco se advierte la conveniencia de regularlo en un futuro por las dificultades que presenta a la hora de su determinación, valuación, sujetos legitimados, etc. Lo aconsejable sería dejar que ese daño sea evitado y/o sancionado mediante la responsabilidad administrativa y penal.

consecuencia de un impacto en el buen funcionamiento del mercado, pero ello no será lo determinante a la hora de establecer el daño resarcible.

Ahora bien, sí es cierto que no toda pérdida patrimonial constituirá un daño resarcible, pues aquí entran a jugar los riesgos propios del mercado y del título. Sólo será resarcible aquel detrimento patrimonial que sea consecuencia o, mejor, que esté en relación de causalidad adecuada con una conducta antijurídica. Como se dijo antes, el riesgo derivado de la comisión de infracciones bursátiles no debe ser soportado por el inversor, pues éste no espera recibir ninguna rentabilidad adicional por ello. Se trata, para el inversor, del aumento artificial del riesgo inherente al mercado.

El daño bursátil así caracterizado puede ser clasificado, según el tipo de conducta que lo causa, en daño por desinformación, cuando el daño está originado en una información omitida (cuando debió haberse difundido) o publicada, pero con deficiencias, o en una manipulación de las operaciones de mercado (maniobra que en sí misma trasmite al mercado una información errónea); o en daño producido por información, cuando ésta no es errónea, sino que es utilizada ilícitamente (uso de información privilegiada). Estos últimos daños no serán analizados aquí por exceder del ámbito de esta obra.

En los daños por desinformación existe una difusión directa o indirecta (manipulación de operaciones) de información que luego se demostrará falsa, errónea o confusa, lo que lleva a una alteración de las cotizaciones de los valores negociables. Esta alteración, artificial, de los precios influye de dos maneras en los inversores: en la decisión de realizar o no una determinada inversión o, al menos, en las condiciones en que una transacción se lleva a cabo. Estos últimos se pueden caracterizar como daños a las condiciones de la transacción y los primeros como daños a la decisión de inversión.

Esta distinción resultará muy útil a la hora de cuantificar el daño. Así, los daños a las condiciones de transacción pueden ser fácilmente cuantificados mediante la determinación de la diferencia entre el precio pagado por el inversor y el que hubiera tenido el título de no haber existido la información falsa o errónea. El primero surgirá de las mismas modalidades de la transacción. El segundo constituirá una corrección de ese precio una vez que el mercado haya conocido la falsedad de la información, es decir, la cotización del título luego de rectificarse la información. De esta forma, la valuación del daño se hará conforme a parámetros objetivos.



Ahora bien, para la determinación de la existencia o no de un daño resarcible deben tenerse en cuenta algunas circunstancias: el efecto de la alteración artificial de las cotizaciones (si implica un alza o una baja); el período durante el cual la información defectuosa actúa en el mercado, desde que aquélla se difunde hasta que deja de tener efecto, que normalmente se da cuando se conoce públicamente la condición defectuosa de la información o la existencia de la infracción, sea porque la información se rectificó expresamente o porque se conoció una manipulación en las transacciones, sea porque la información fue rectificada de manera indirecta, a través de la publicación de nueva información que corrige o desmiente la anterior sin mencionar que dicha información anterior era defectuosa<sup>966</sup>; el momento en que el inversor ha tomado la decisión de invertir o no; la evolución de las cotizaciones durante y después del período en que el mercado se vio afectado por la infracción bursátil; y el impacto patrimonial que sufrió el inversor como consecuencia de la conducta dañosa.

Estos criterios serán esenciales para determinar si ha existido o no daño y, en caso afirmativo, para cuantificar el daño sufrido.

De entre todas las situaciones que pueden presentarse, el caso más claro es el de un inversor que ha adquirido títulos durante el período en que las cotizaciones se han visto alteradas por la información defectuosa o por la manipulación de las transacciones y, luego de la corrección de dichas cotizaciones, como consecuencia de la rectificación pública de la información o de la toma de conocimiento público de la existencia de una manipulación, transfiere esos títulos a un precio inferior al pagado originariamente o los conserva, siempre que haya habido un descenso de las cotizaciones. La diferencia entre el precio pagado (sobrevalorado por la información errónea) y el precio surgido luego de la rectificación de la situación constituirá su perjuicio.

Los demás casos presentan algunas particularidades.

a) Inversores que adquirieron títulos antes de la difusión de la información errónea

---

<sup>966</sup> Este factor, la corrección implícita de la información, puede resultar muy relevante en un caso de daño bursátil, pues no todos los inversores están en condiciones de percibir que una nueva información desmiente o corrige otra anterior, lo que constituye una de las dificultades para acceder a una reparación del daño sufrido.

y los han transferido después de su rectificación. Aquí, en principio, no cabe alegar un daño: en los momentos correspondientes a cada una de las transacciones se supone que el precio ha sido correctamente determinado por el mercado<sup>967</sup>.

b) Inversores que se beneficiaron con el alza artificial de precios. Se trata de títulos adquiridos antes de la conducta dañosa y transferidos luego de ella, pero antes de su corrección, es decir, cuando el precio se encontraba artificialmente afectado por dicha conducta. El inversor se ha beneficiado del acto ilícito por lo que no podría invocar un daño.

c) Otros casos presentan mayores dificultades. Por ejemplo, cuando el inversor adquiere y vende los títulos mientras su cotización está afectada por la información errónea. Como se vio, la jurisprudencia norteamericana tiene dicho que en el momento en que se adquiere el título a un precio sobrevaluado, no hay daño, pues, como contrapartida de ese precio, se ha incorporado al patrimonio un bien de igual valor. A medida que se aleja en el tiempo el momento de la transferencia, podrá haber daño según evolucionen las cotizaciones. En derecho norteamericano ya se dijo que la jurisprudencia

---

<sup>967</sup> Puede haber algunas excepciones. Por ejemplo, puede ocurrir que, luego de rectificadas la información errónea, el precio del título siga experimentando una baja como consecuencia de la pérdida de confianza del mercado en la sociedad emisora causante de dicha información errónea. Es lo que ya se mencionó como daño por sobre-reacción del mercado. En teoría, si se lograra demostrar la relación de causalidad entre esa sobre-reacción y la conducta dañosa, habría que indemnizar a quien ha sufrido una baja en el valor del título no imputable a los riesgos inherentes al mercado, pero su determinación y la demostración del nexo causal será harto dificultosa. Por otro lado, si el efecto de la información errónea hubiese sido una baja en la cotización del título, no una suba artificial, el inversor que se ha abstenido de adquirir esos títulos a causa de su menor precio podría, de nuevo, en teoría, haber experimentado un daño en su decisión de inversión (no un daño de condición, puesto que no ha habido transacción). En relación con operaciones efectuadas en base a un prospecto, el artículo 121, de la LMC, establece que podrán pedir reparación sólo los compradores de los títulos, es decir, se excluye expresamente a quienes se han abstenido de comprar en base a dicho documento. En mi opinión, ello no impide que estos inversores puedan pedir reparación, pero no podrán beneficiarse de las disposiciones de la LMC referida a la acción de daños por información errónea en el prospecto, sino que deberán acudir a las normas del derecho común. Lo esencial aquí será la prueba de que la decisión de inversión ha sido influida de manera esencial o, al menos, significativa (siguiendo la jurisprudencia francesa ya citada que entiendo aplicable a nuestro derecho) por el prospecto defectuoso, prueba ciertamente no sencilla por tratarse de una cuestión eminentemente subjetiva.

entiende que el daño adquiere certeza sólo con la rectificación de la información, es decir, cuando cesa la influencia artificial en las cotizaciones, con lo cual, si se transfieren títulos antes de ello, no habrá reparación. El problema aquí es más práctico que teórico. En teoría, la diferencia positiva entre el precio de compra y el precio de venta, aún antes de la corrección de la cotización, constituiría un daño cierto. En la práctica, normalmente el inversor reclamará una vez que se ha conocido públicamente la existencia de la información errónea, pues antes presumiblemente ignoraba esa situación. El problema es cómo acreditar que ese daño tiene relación con la información errónea, pues en ambos momentos el precio estaba alterado por ella. Se tratará de una cuestión caso por caso y el juez deberá confiar más en los indicios y en el testimonio de expertos.

En cuanto a los daños por afectación de la decisión de invertir, se trata de supuestos en los que no se ven afectadas las condiciones en que se realizan las transacciones, sino la misma decisión de invertir: comprar, vender o abstenerse de operar. Es un daño al derecho a decidir libremente sobre una inversión en un mercado sin influencias artificiales, es decir, íntegro y en el que los precios han sido determinados correctamente por el mismo mercado.

Aquí los supuestos serán básicamente los mismos que se mencionaran antes al hablar de los perjuicios a las condiciones de la transacción, pero lo que diferirá será la extensión del resarcimiento, pues, siguiendo el principio de la reparación integral, el inversor tendrá derecho a ser colocado en la misma situación en que hubiera estado si la conducta dañosa no hubiera ocurrido. La indemnización podrá incluir no sólo la diferencia entre el precio artificialmente sobrevaluado y el precio de mercado luego de la rectificación de la conducta antijurídica, sino también el impacto del descenso de la cotización de los títulos involucrados con posterioridad a la referida rectificación e incluso el lucro cesante y la pérdida de la chance por no haber podido realizar operaciones más ventajosas<sup>968</sup>.

---

<sup>968</sup> Sin embargo, el artículo 122, de la LMC, establece una indemnización tarifada, limitada al diferencial de precio positivo obtenido o la pérdida evitada en la transacción o transacciones objeto de la violación, siempre que no se diere alguna de las conductas tipificadas en los artículos 307 a 310 del Código Penal. Esta norma choca contra el principio de la reparación integral y su justificación aparecería como una forma de evitar la litigiosidad futura sobre el tema. En rigor, en un país como la Argentina que carece

La dificultad estará aquí en acreditar la influencia de la conducta antijurídica en la decisión de inversión, cuestión eminentemente subjetiva, es decir, el nexo causal con el daño. También presenta dificultades la determinación de cuándo el daño adquiere certeza, sobre todo para evitar indemnizar pérdidas debidas al álea bursátil, propia de los mercados.

(4) La relación de causalidad.

Este es otro presupuesto ineludible para imputar responsabilidad al director; la relación de causalidad entre la conducta antijurídica y el daño.

Entiendo que la cuestión no reviste mayor complejidad. En el caso de la responsabilidad societaria general no existe una presunción legal de causalidad, por lo que su prueba incumbe a quien la alega.

Esa presunción sí existe en la LMC, aunque sólo en relación con la información deficiente contenida en prospectos (artículo 121). En los demás supuestos, la LMC no ha establecido una presunción legal. Cabe entonces preguntarse si es posible construir una presunción a partir de las normas generales. A diferencia del *common law*, en nuestro sistema legal la respuesta es negativa. No puede deducirse un agravamiento de la responsabilidad en ausencia de norma expresa. Sí sería deseable, como se explicará más adelante, que, en una futura reforma de la LMC, se incluya, entre otros temas, una mejor regulación de todas las acciones de daños posibles en los mercados de capitales, con una presunción de causalidad entre la conducta antijurídica y el daño, lo que facilitaría enormemente a los inversores la iniciación de dichas acciones.

(iii) La extensión del resarcimiento.

En nuestro derecho rige el principio de la reparación integral, consagrado expresamente en el artículo 1.740, del Código Civil y Comercial. La LGS no tiene disposiciones referidas a este tema o a una limitación en la extensión del resarcimiento, como sí contiene la LMC (artículos 122 y 126). Este principio cede ante una ley que expresamente consagre un límite cuantitativo para la indemnización de ciertos

---

absolutamente de antecedentes judiciales sobre daños bursátiles lo que habría que hacer es estimular el acceso a la vía judicial, más que limitarlo.

perjuicios<sup>969</sup>.

En cuanto a la extensión del resarcimiento, el Código Civil y Comercial ha unificado en buena medida las diferencias que existían en la materia entre la responsabilidad contractual y la extracontractual, aunque algunas perduran.

El principio general es que se reparan todos los daños que tengan una relación de causalidad adecuada con el hecho generador y, salvo disposición legal en contrario, se indemnizarán todas las consecuencias inmediatas y las mediatas previsibles (artículo 1.726, del Código Civil y Comercial). Quedan excluidas las consecuencias casuales<sup>970</sup>.

(iv) Valuación del daño y cuantificación de la indemnización.

Al hablar de la situación en Francia, se mencionó lo esencial que resulta una correcta evaluación del perjuicio sufrido a fin de no violar el principio de la reparación integral, por defecto, dejando de reparar daños existentes o por exceso, resarciendo daños provocados, por ejemplo, por los riesgos propios del mercado.

Esas dificultades se presentan también en la Argentina, pues, si bien en el ámbito de los mercados de capitales los artículos 122 y 126, de la LMC, establecen una forma de evaluar el daño cuando se acude a las vías allí reguladas, ello no debería excluir, a mi entender, el recurso a la vía del derecho común como forma de obtener una reparación plena<sup>971</sup>. Sólo que en ese caso resultará más ardua la acreditación de los presupuestos para

---

<sup>969</sup> Cfr. Pizarro, Ramón Daniel y Vallespino, Carlos Gustavo, “*Tratado de responsabilidad...*”, Tomo I, págs. 585 y ss.

<sup>970</sup> Son consecuencias inmediatas aquellas que acostumbran a suceder según el curso normal y ordinario de las cosas (artículo 1.727, del CCyC). Son inmediatas porque entre ellas y el hecho generador no hay ningún elemento intermedio. Son mediatas aquellas consecuencias que resultan de la conexión de un hecho con un acontecimiento distinto (artículo 1.727). Aquí el vínculo con el hecho dañoso no es directo, pues en la cadena causal aparece otro hecho que colabora en el resultado. Son indemnizables cuando se hubiesen previsto o cuando, empleando la debida atención, hubiesen podido ser previstas. Se trata de una valoración en abstracto, según el parecer de un hombre normal (Pizarro, Ramón Daniel y Vallespino, Carlos Gustavo, “*Tratado de responsabilidad...*”, Tomo I, págs. 373 y ss.). Las casuales son las consecuencias mediatas que no pueden preverse (artículo 1.727).

<sup>971</sup> Como lo ha dicho reiteradamente la jurisprudencia que declaró la inconstitucionalidad de

la responsabilidad civil.

En cuanto a los posibles métodos de valuación del daño, cabe remitirse a lo ya explicado. En el caso de la acción prevista en los artículos 119 y siguientes, de la LMC, el juez no tendrá más que tomar la cotización del título al momento de su compra o venta y su precio a la fecha de la demanda o de su transferencia por parte del inversor si es anterior.

La cuestión que se plantea es si el demandado puede intentar demostrar que la baja de las cotizaciones es debida a otros factores ajenos a la información defectuosa. En rigor, ello se trataría de la acreditación de la ruptura del nexo causal entre dicha información y el daño alegado. Entiendo que, si ello fuese posible fácticamente, lo que no resultará sencillo, el juez debería rechazar la demanda. Aquí será esencial el informe de uno o más expertos financieros sobre la causa de la baja de las cotizaciones.

En cuanto a la acción prevista en los artículos 125 y siguientes, de la LMC, el artículo 126 establece que:

*“La indemnización no excederá el diferencial de precio positivo obtenido o la pérdida evitada en la transacción o transacciones objeto de la violación, siempre que no se diere alguna de las conductas tipificadas en los artículos 307 a 310 del Código Penal.”<sup>972</sup>*

Aquí la indemnización parece no referirse al daño sufrido por el inversor, sino al beneficio obtenido o la pérdida evitada por quien realizó la operación en infracción<sup>973</sup>. Es decir, el daño del inversor no se cuantifica, sino que se lo resarce por referencia al beneficio obtenido por el infractor de un modo análogo a lo que hace la LMC en el primer

---

normas sobre accidentes de trabajo en la medida en que vedaban el acceso a la reparación plena.

<sup>972</sup> Los artículos 307 y 308, del Código Penal, tipifican el delito de tráfico de información privilegiada. El artículo 309 refiere a varios delitos: la manipulación de precios, la oferta de valores negociables en base a información falsa u omitiendo información, y el suministro a los accionistas de información falsa o la omisión de informar hechos importantes o la confección de estados contables, memorias u otros documentos de contabilidad con información falsa o incompleta. Finalmente, el artículo 310 tipifica el delito de oferta pública de títulos o de intermediación financiera sin autorización.

<sup>973</sup> Refuerza esta interpretación la remisión a las normas mencionadas del Código Penal.

párrafo del artículo 117 al tratar del abuso de información privilegiada. Pareciera que el legislador ha renunciado a determinar al daño sufrido por el inversor y se contenta con brindarle una reparación que funciona más como una sanción al infractor. Podría calificársele propiamente de un daño punitivo.

De nuevo, la cuestión aquí es si el inversor perjudicado puede acudir a la vía del derecho común para obtener una reparación integral. La respuesta debe ser afirmativa y ése sería el sentido de la excepción de la última frase del artículo 126<sup>974</sup>.

(v) Eximición y extinción de responsabilidad de los directores.

La LGS, en su artículo 274, tercer párrafo, establece que quedará exento de responsabilidad el director que participó en la deliberación o resolución o que la conoció, si deja constancia escrita de su protesta y diese noticia al síndico antes de que su responsabilidad se denuncie al directorio, al síndico, a la asamblea, a la autoridad competente o se ejerza la acción judicial. No es suficiente votar en contra o abstenerse, sino que debe indicarse con precisión la existencia del acto antijurídico y su naturaleza<sup>975</sup>.

Por otro lado, el artículo 275, de la LGS, regula el llamado *quitus*, o liberación de responsabilidad de los directores. La norma mencionada declara extinguida dicha responsabilidad si existe una resolución asamblearia que aprueba la gestión de los directores o que manifiesta la renuncia de la sociedad a ejercer la acción social de responsabilidad o aprueba una transacción sobre la materia. Esa extinción no tendrá lugar, empero, si la causal de responsabilidad se origina en la violación de la ley, del estatuto o del reglamento de la sociedad o si en la mencionada asamblea hubo oposición a la extinción por parte de accionistas que representan al menos el cinco por ciento del capital social<sup>976</sup>. Tampoco se produce la extinción en el caso de liquidación coactiva o concursal

---

<sup>974</sup> Considero, de todas maneras, que la opción por la vía del derecho común es siempre válida, aun cuando no se configuren los delitos mencionados en la norma.

<sup>975</sup> Richard, Efraín Hugo y Muiño, Orlando Manuel, “*Derecho Societario*”, págs. 542 y ss.

<sup>976</sup> Este no es un cómputo de votos, sino de capital social, por lo que deberá tratarse de al menos el cinco por ciento del capital social, no de los votos presentes. Deberán computarse también las acciones sin voto, si existieren y tampoco se tendrán en cuenta las acciones con voto plural. El veto del cinco por ciento no impide la aprobación de la gestión, sino que sólo le quita el efecto extintivo de la responsabilidad

de la sociedad.

La razón de esta facultad de la asamblea es evidente. Dado que es la legitimada primaria para ejercer la acción social, puede también renunciar a ella o “perdonar” la responsabilidad de los directores, excepto cuando media violación de normas jurídicas o societarias<sup>977</sup>. Ese fundamento explica también por qué la extinción solo produce efectos entre la sociedad y sus administradores, pero no afecta las acciones individuales de responsabilidad que puedan ejercer los accionistas o los terceros.

(vi) Acciones de responsabilidad previstas en la LGS.

La LGS regula dos tipos de acciones de responsabilidad contra los directores de una sociedad anónima: una acción social, en cabeza de la sociedad, aunque puede ser ejercida en algunos supuestos por los accionistas, y la acción individual, que conservan los accionistas y los terceros.

La determinación precisa de cuándo corresponde una u otra ha sido motivo de controversias en derecho argentino. En teoría, la distinción aparece sencilla: cuando el daño es sufrido por la sociedad en su propio patrimonio, la acción será social. Cuando ese daño es sufrido en el patrimonio individual de los accionistas o en el de los terceros, la acción será individual.

La cuestión se plantea con relación a aquellos daños que, causados directamente en el patrimonio social, tienen impacto también en el patrimonio de los accionistas, especialmente a través de la valuación de las acciones, disminuida en razón del menoscabo patrimonial sufrido por la sociedad. Ello se hace más patente aún en el caso de acciones con cotización en los mercados, cuyo precio absorbe mucho más rápidamente cualquier impacto negativo.

Una parte de la doctrina, representada especialmente por Nissen y Martorell, sostienen que los accionistas también pueden reclamar individualmente a los directores

---

(cfr. Manóvil, Rafael, “*Responsabilidad civil...*”).

<sup>977</sup> Ya se comentó la observación de Manóvil sobre la conveniencia de permitir la liberación de responsabilidad en el caso de ciertas infracciones legales o societarias, especialmente en el caso de estas últimas, lo que parece razonable. No obstante ello, el texto legal no hace distinciones.



por daños sufridos por la sociedad, pero que impactan en su patrimonio personal. Nissen afirma que, con la sanción del Código Civil y Comercial, la cuestión ha quedado zanjada a favor de su posición, puesto que el artículo 1.739 define el daño resarcible como todo perjuicio directo o indirecto, actual o futuro, cierto y subsistente<sup>978</sup>.

Sin embargo, la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia sostienen la postura tradicional, esto es, que, para que proceda la acción individual, el daño debe haber sido sufrido de manera personal y no se incluye el daño reflejo, esto es, el sufrido por la sociedad en su patrimonio, pero que impacta en el patrimonio de sus accionistas, especialmente a partir de la baja en el precio de sus acciones.

Al respecto, explica acertadamente Junyent Bas que el parámetro para determinar cuándo una acción es social o individual pasa por la naturaleza del derecho violado, no por el alcance o la extensión del daño (a esto último refieren las categorías de daño directo o indirecto)<sup>979</sup>. Si el derecho violado es de naturaleza social o de los accionistas, pero considerados éstos en su condición de tales, como universalidad, la acción será social. Si el daño afecta a un derecho individual del accionista, la acción será individual. Es la solución que en forma prácticamente unánime ha consagrado la jurisprudencia de la Cámara Nacional Comercial. Las consecuencias de esta distinción son importantes, pues impide indemnizar dos veces por el mismo daño. Supóngase la existencia de un balance falso. Es evidente que existe un daño a la sociedad, por el que los administradores deberán responder ante ella, sea que la acción sea ejercida por el propio ente o por sus accionistas mediante el ejercicio *uti singuli* de la acción social. Pero si, además, los accionistas pudieran ejercer la acción individual por el daño reflejo sufrido en el valor de sus acciones, los directores estarían indemnizando el mismo daño dos veces. Lo que sí puede ocurrir es que el balance falso ocasione un daño directo y personal al accionista, en cuyo caso, por tratarse de un daño de naturaleza diferente, los directores deberán responder también

---

<sup>978</sup> Nissen, Ricardo A., “*Incidencias del Código Civil y Comercial – Derecho Societario*”, Hammurabi, Buenos Aires, 2015, pág. 78. En igual sentido, Sánchez Herrero, Pedro, “*Responsabilidad de los administradores societarios por el 'daño indirecto' a los socios. Casuística*”, RDCO 314, 21/06/2022, 3.

<sup>979</sup> Junyent Bas, Francisco, “*Responsabilidad...*”, págs. 180 y ss.

frente a los accionistas de manera individual<sup>980</sup>.

Agrega Manóvil que, una vez que se ha resarcido el daño social, éste desaparece, por lo que no podría subsistir un daño individual. El concepto mismo de daño indirecto, desarrollado por la doctrina civilista, excluye la postura contraria. Este daño es el causado no a la víctima directa del daño, sino a un tercero en razón del vínculo con el damnificado directo. Se trata de una noción extraída de los daños ocasionados a personas físicas, cuando el daño sufrido por la víctima repercute en quien tiene una relación con ella. Este último experimenta un daño propio como consecuencia del daño sufrido por el lesionado de manera directa. Se trata de un daño distinto. No es el mismo daño. Resarcido el daño principal, no desaparece el daño indirecto<sup>981</sup>.

(vii) Las acciones societarias de responsabilidad en el mercado de capitales.

Como se mencionó, el artículo 76, de la LMC<sup>982</sup>, establece:

*“Acciones de responsabilidad. En las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, la acción de responsabilidad prevista en el artículo 276, de la ley 19.550 de sociedades comerciales (t.o. 1984) y sus modificaciones, cuando correspondiere ser ejercida por los accionistas en forma individual, podrá ser ejercida para reclamar en beneficio de la sociedad el resarcimiento del daño total sufrido por ésta o para reclamar el resarcimiento del daño parcial sufrido indirectamente por el accionista en proporción a su tenencia, en cuyo caso la indemnización ingresará a su patrimonio.*

*Cuando el demandado por responsabilidad lo haya sido por el total del perjuicio que se alega sufrido por la sociedad podrá optar por allanarse al pago a los accionistas demandantes del resarcimiento del perjuicio indirecto que se determine como sufrido por aquéllos en proporción a su tenencia accionaria”.*

De esta manera, y para las sociedades abiertas, la norma se aparta de los criterios

---

<sup>980</sup> De todas maneras, como se verá a continuación, la solución varía en el ámbito del mercado de capitales, por imperio del artículo 76, de la LMC.

<sup>981</sup> Manóvil, Rafael, “Responsabilidad...”.

<sup>982</sup> La norma reproduce el artículo 75, del Decreto 677/2001.

doctrinarios y jurisprudenciales dominantes permitiendo al accionista accionar contra los directores por el perjuicio indirecto sufrido en su patrimonio como consecuencia del daño directo ocasionado a la sociedad. Algún autor ha calificado a esta acción como *sui generis*<sup>983</sup>.

Cabe preguntarse si, dada la asimilación con la acción del artículo 276, LGS, que pregona la norma es necesario siempre agotar las vías societarias. La cuestión es si, para que el accionista pueda reclamar el perjuicio indirecto, debe haber quedado expedita la acción social *uti singuli* o si puede prescindirse de ello. La cuestión no es sencilla. Balbín opina que sí<sup>984</sup>. La redacción del primer párrafo de la norma del artículo 76 así parece indicarlo, pues alude a una opción que tiene el accionista. Esa opción se dispara sólo si se dan las condiciones para ejercer la acción social *uti singuli*, en cuyo caso el accionista podrá ejercer dicha acción o (la conjunción lleva a la conclusión de que no es posible acumular ambas acciones) ejercer la acción individual por el perjuicio indirecto sufrido.

El segundo párrafo del artículo 76, en redacción también confusa, permite al director demandado transformar una acción social ejercida *uti singuli* en una acción individual, pagando a los accionistas el perjuicio indirecto sufrido por éstos en proporción a sus tenencias. La cuestión pasa por determinar si esa liberación tiene efectos frente a la sociedad. La respuesta dependerá de qué posición se adopte sobre la naturaleza de ambas acciones, la social y la individual. Si se admite que se está resarcando el mismo daño, entonces, desinteresados todos los accionistas, el daño se habrá extinguido. Si, por el contrario, se considera que el daño sufrido por la sociedad y el ocasionado a los accionistas no tiene la misma naturaleza, entonces no se comprende por qué el director demandado se allanaría pagando a los accionistas en proporción a sus tenencias, pues no quedaría liberado frente a la sociedad<sup>985</sup>.

En definitiva, entiendo que la LMC reconoce que el daño indirecto (sufrido por los accionistas) y el daño directo (ocasionado a la sociedad) tienen la misma naturaleza,

---

<sup>983</sup> Balbín, Sebastián, “*Sobre un nuevo tipo de acción...*”.

<sup>984</sup> *Ibidem*.

<sup>985</sup> A menos que los accionistas hayan iniciado también sus acciones individuales, opción que, sin embargo, como se vio, no permite la ley.

pues sino no se comprende la utilidad del segundo párrafo del artículo 76. De todas maneras, la norma adolece de graves falencias. En primer lugar, no se comprende cómo el director demandado por un daño social directo puede pagar a los accionistas el daño individual sufrido por éstos (indirecto). Recuérdese que la acción social *uti singuli* es ejercida por el accionista en representación de la sociedad. No se trata de una subrogación, sino de una representación. Por lo tanto, permitir al demandado allanarse pagando una pretensión diferente a la ejercida (el perjuicio individual) y hacerlo a una persona diferente del actor, esto es, el accionista a título personal, es, por lo menos, desconocer los más elementales principios procesales. De ahí que se calificara a la norma de poseer una dudosa legalidad<sup>986</sup>.

Balbín critica también la forma de calcular el daño indirecto sufrido por el accionista que prescribe el artículo 76, LMC, esto es, el resultante de dividir el monto del perjuicio total sufrido por la sociedad por el número total de acciones en que se divide el capital social y multiplicarlo por la cantidad de acciones que posee el accionista perjudicado. Ello, afirma, resulta improponible por contravenir abiertamente el régimen de la LGS para la participación del socio en los beneficios<sup>987</sup>.

Es claro que la norma opta por un sistema sencillo de valuación del perjuicio indirecto, accesible para los jueces que eventualmente tengan que ordenar indemnizarlo. Sin embargo, no está exento de problemas. Supóngase una sociedad perjudicada por maniobras fraudulentas realizadas por sus directores con vistas a obtener beneficios personales ilícitos desviando fondos sociales a sus patrimonios. El daño a la sociedad resulta evidente y será equivalente al monto de los fondos sustraídos. Pero ¿cuál es el daño personal causado a los accionistas? Se responderá: el menor valor de sus acciones a raíz de las maniobras ilícitas. ¿Y cómo se calculará ese menor valor? Necesariamente comparando las cotizaciones bursátiles antes y después de revelados públicamente los ilícitos<sup>988</sup>. Pero entonces es claro que se trata de daños de naturaleza diferente y que, por

---

<sup>986</sup> Balbín, Sebastián, “*Sobre un nuevo tipo...*”, apartado III a), primer párrafo.

<sup>987</sup> Ídem, apartado IV, último párrafo.

<sup>988</sup> Suponiendo que las acciones de la sociedad coticen. En caso contrario (la sociedad está en el régimen de oferta pública de obligaciones negociables, por ejemplo), la valuación será más compleja, pero, en teoría, respondería a las mismas consignas: determinar el impacto del hecho dañoso en el valor de las

lo tanto, deben cuantificarse de manera diferente. No puede calcularse el daño individual del accionista dividiendo el monto de los fondos desviados por los directores por el número de acciones y multiplicándolo por su tenencia accionaria. Ello arrojaría un resultado absurdo. Lo que se debe resarcir al accionista es el impacto del hecho ilícito en el valor de sus acciones.

Todo ello me lleva a concluir en lo desafortunado de la redacción del artículo 76, de la LMC y la necesidad de su reforma.

Una última cuestión no menos importante: ¿se aplica la norma del artículo 76 a todos los daños bursátiles sufridos por un inversor-accionista? Si la respuesta es afirmativa, entonces ello se erigirá en un obstáculo casi insalvable, pues recuérdese que el artículo aludido exige el agotamiento de las vías societarias para reclamar el perjuicio indirecto sufrido por el accionista, esto es, que éste se haya opuesto a la aprobación de la gestión de los directores o que, aprobado el inicio de la acción social por la asamblea, la sociedad no la ejerciere dentro de los tres meses. Es claro que ello deja afuera a la gran mayoría de los inversores a quienes no les interesa participar en las asambleas de la sociedad. Es por ello que entiendo que la respuesta debe ser negativa. La norma del artículo 76 sólo debería aplicarse cuando haya un daño directo a la sociedad y el accionista sólo reclame el daño indirecto sufrido en su patrimonio como consecuencia de aquél, no otro daño personal y propio<sup>989</sup>. De todas maneras, lo deseable es la reforma del referido artículo 76, que sólo aporta confusión.

(viii) Las acciones de daños y perjuicios en la LMC.

La LMC contiene varias normas que aluden a acciones de responsabilidad por daños bursátiles. Se trata de los artículos 117 a 128. Estas disposiciones establecen diversas acciones civiles que pueden ser ejercidas por las sociedades emisoras de títulos, sus accionistas o terceros.

El primer párrafo del artículo 117 regula el abuso de información privilegiada y,

---

acciones.

<sup>989</sup> En el ejemplo dado antes, los accionistas podrían reclamar su daño directo, sufrido como consecuencia del impacto del hecho ilícito en el valor de sus acciones sin que se aplique el artículo 76.

en materia de responsabilidad, opta por una solución que, puede no ser técnicamente correcta, pero que resuelve los inconvenientes que se presentan a la hora de determinar el daño resarcible en estos casos y, sobre todo, quién puede ser legitimado activo. Sencillamente las ganancias ilícitas obtenidas por el uso de información privilegiada corresponden al emisor, quien puede iniciar por sí la acción de recupero respectiva o, si no lo hiciera, cualquier accionista podrá incoarla. Se trataría de un supuesto de daño a la sociedad, resarcible mediante una acción social, aunque, por las características de la acción, cabría calificarla de multa civil<sup>990</sup>.

Los párrafos b) y c), del mismo artículo 117, no regulan acciones civiles de responsabilidad si no que tipifican conductas que originarán responsabilidad administrativa.

El artículo 118, aunque situado de manera confusa, entiendo que se refiere a la acción civil establecida en el párrafo a), del artículo anterior<sup>991</sup>. De todas maneras, su redacción también es poco feliz, pues dispone que cualquier accionista podrá promover la acción *con sujeción a las reglas de la acción subrogatoria*. Si se trata de la acción de recupero del párrafo a), del artículo 117, no pueden aplicarse las normas de la acción subrogatoria dado que el accionista no demanda en nombre propio colocándose en el lugar del acreedor original, si no que acciona directamente en representación de la sociedad puesto que los montos a recuperar ingresan siempre en el patrimonio de aquélla. Por otra parte, no puede referirse a las conductas descritas en los párrafos b) y c), del artículo 117, pues aquí no se crean acciones civiles de responsabilidad, sino que se tipifican conductas sancionables administrativamente<sup>992</sup>.

No se continuará aquí con el análisis de estas cuestiones, por exceder el marco de

---

<sup>990</sup> La LMC no requiere la demostración efectiva de la existencia de un daño.

<sup>991</sup> En la fuente de la norma, que es el artículo 33, del Decreto 677/2001, ese párrafo estaba a continuación de lo que sería ahora el referido párrafo a).

<sup>992</sup> Resulta curioso que la LMC se haya apartado aquí de su fuente (el artículo 33, del Decreto 677/2001) que sencillamente disponía: “*La acción de recupero prescribirá a los TRES (3) años contados a partir del momento en el que fue efectuada la operación, y podrá acumularse a la acción prevista en el artículo 276 de la Ley N° 19.550 y sus modificaciones, sin que resulte necesario para ello la previa resolución asamblearia.*”

esta obra.

(1) Prelación normativa. Existencia o no de una opción por el régimen de responsabilidad común de la LGS y del Código Civil y Comercial.

Antes de la sanción del Decreto 677/2001, no existían en nuestro derecho normas específicas que regularan acciones de responsabilidad en el ámbito del mercado de capitales. De ahí que los pocos autores que trataron el tema se remitieran al régimen común sobre responsabilidad de la ley societaria y del Código Civil, con los inconvenientes que ello suscitaba por resultar poco adecuado<sup>993</sup>.

A partir del referido decreto, surgió la cuestión de la prevalencia entre el artículo 35, de dicho cuerpo legal, y el régimen del Código Civil. El problema era que la ley de delegación, No. 25.414, expresamente exceptuaba de ella toda modificación de los códigos de fondo, lo que impedía considerar que la nueva normativa desplazaba la del Código velezano. De ahí que algunos autores sostuvieran que el nuevo decreto establecía un régimen alternativo que el inversor podía elegir en lugar de la regulación común sobre responsabilidad civil, sin que, lógicamente, pudiera acumular ambas acciones o crear un híbrido tomando elementos de los dos regímenes<sup>994</sup>.

Con la sanción de la LMC, la endeblez constitucional del Decreto 677/2001 fue subsanada y, consecuentemente, recobraron aplicación los principios de interpretación de las leyes, específicamente el de que la ley especial y posterior prevalece sobre la general y anterior. De esta manera, se ha sostenido que ya no existe esa opción entre un régimen y otro<sup>995</sup>.

Pero ¿es ello realmente así? La cuestión reviste su importancia y merece un

---

<sup>993</sup> Cfr. Paolantonio, Martín Esteban, “Operaciones financieras...”, págs. 52 y ss.

<sup>994</sup> Gioenco, Arturo C., “El prospecto en la oferta pública”, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2003, págs. 166 y ss. También Paolantonio, Martín Esteban, “Deber de información, prospecto y responsabilidad civil en la oferta pública inicial de valores negociables”, La Ley Online Ar/DOC/1124/2011, pág. 9.

<sup>995</sup> Gioenco, Arturo C., “La responsabilidad por el prospecto ante la nueva ley de mercado de valores”, La Ley Online, AP/DOC/125/2013, pág. 2.

análisis más minucioso.

En efecto, si bien es cierto que la LMC es una ley especial posterior y, aplicando los principios interpretativos antes apuntados, debería prevalecer sobre el régimen general de responsabilidad del Código Civil y Comercial y aún de la LGS, no es menos cierto que establece una indemnización tarifada, es decir, una excepción al principio de reparación plena consagrado en el artículo 1.740, de dicho Código. Recuérdese que es doctrina de la Corte Suprema de Justicia de la Nación reconocer la raigambre constitucional del mentado principio, corolario del *alterum non laedere*, reconocido constitucionalmente<sup>996</sup>. Ello con sustento en los tratados internacionales que forman el bloque de constitucionalidad argentino<sup>997</sup>. Si bien, a primera vista, pudiera pensarse que ese principio de reparación plena o integral es más propio de los casos de daños físicos a las personas que de daños meramente patrimoniales, lo cierto es que ni la jurisprudencia de la Corte Nacional, ni el artículo 1.740, del Código Civil y Comercial, ni los referidos tratados internacionales habilitan efectuar esa distinción<sup>998</sup>.

En definitiva, lo que debe tenerse en cuenta para el análisis es si se encuentra justificada la excepción al principio de la reparación plena y si, además, esta excepción desplaza de manera excluyente al régimen general.

Entiendo que la respuesta a la primera de las cuestiones es afirmativa y la segunda, sin embargo, negativa.

En este sentido, ya en los considerandos del Decreto 677/2001 se explicaba la inclusión del mecanismo de indemnización en su artículo 35 en la necesidad de facilitar al inversor la promoción de acciones por daños y perjuicios por información deficiente en el prospecto. Es decir, se trataba claramente de una ventaja que pretendió dársele al

---

<sup>996</sup> Para un estudio de la evolución de la jurisprudencia de la Corte en este sentido, puede verse Ossola, Federico A., “*El Principio de la Reparación Plena en la evolución de la jurisprudencia de la Corte Suprema*”, JA 2018-IV.

<sup>997</sup> Especialmente el artículo 21, de la Convención Interamericana de Derechos Humanos.

<sup>998</sup> Concretamente, el artículo 21, de la Convención Interamericana de Derechos Humanos, dispone: “*Ninguna persona puede ser privada de sus bienes, y en caso de serlo, tiene derecho a una indemnización justa*”.



inversor tanto con la presunción de causalidad de la referida norma, como con la forma de evaluar el daño. Siendo ello así, considero que el propio inversor puede renunciar a esas ventajas acudiendo al régimen general de la ley societaria y del Código Civil y Comercial en el que enfrentará mayores dificultades probatorias, pero podrá aspirar a una indemnización mayor o plena.

De manera que postulo que la opción entre un régimen u otro se mantiene luego de la sanción de la LMC. En este sentido, creo que puede hacerse una analogía con un régimen de indemnización también tarifada cual es el de accidentes de trabajo.

En este sentido, la primera ley que reguló el tema fue la 9.688, que estableció un sistema de indemnización tarifada por accidentes de trabajo y enfermedades profesionales. Su artículo 5 establecía una presunción de responsabilidad del empleador por todo accidente o enfermedad comprendidos en la ley, la que podía desvirtuarse probando dolo o culpa grave de la víctima o fuerza mayor extraña al trabajo. Es decir, la indemnización tarifada iba acompañada de facilidades probatorias<sup>999</sup>. Ello se complementaba con lo dispuesto en el artículo 17, que expresamente disponía que el trabajador podía optar entre la acción prevista en la ley o por las que pudieren corresponderle según el derecho común, por causa de dolo o negligencia del empleador, siendo ambas excluyentes entre sí. Se consagraba así un sistema que, si bien tarifaba la indemnización en un caso, lo hacía a cambio de facilidades probatorias. Si la víctima del daño deseaba una indemnización mayor, podía acudir al régimen del Código Civil, aunque perdiendo esas facilidades de prueba.

La ley 24.028 derogó la 9.688, aunque mantuvo un sistema muy similar de presunciones de responsabilidad e indemnización tarifada, junto con la opción por el régimen común (artículo 16).

Finalmente, en un intento por limitar la alta litigiosidad y no pocos abusos que se habían originado en el sistema mencionado, se sancionó la ley 24.557, de riesgos del trabajo, que estableció un sistema completamente distinto de prevención de accidentes y enfermedades laborales gestionado por aseguradoras de riesgos del trabajo que tenían a su cargo, además, la administración y otorgamiento de las prestaciones dinerarias o en

---

<sup>999</sup> Recuérdese que hasta el dictado de esa ley, el trabajador debía acreditar la culpa del empleador.

especie previstas en la ley. Estas prestaciones dinerarias se calculaban de manera tarifada en base al ingreso del trabajador. No existían presunciones legalmente establecidas, pero el sistema se estructuraba sobre la base de un procedimiento administrativo ante las comisiones médicas que, una vez determinado el carácter laboral del accidente o la enfermedad, determinaban la incapacidad, temporal o permanente, y las prestaciones a que el trabajador tenía derecho. Es decir, no era necesario acreditar ningún factor de atribución de responsabilidad para acceder a las prestaciones previstas en la ley. En rigor, no era un sistema de responsabilidad, sino de seguro. Por otro lado, el texto original de la ley establecía en su artículo 39 que el acceso a las prestaciones dispuestas por la ley eximía a los empleadores de toda responsabilidad civil, salvo en caso de dolo en que podía acudir a las normas del Código Civil, hipótesis casi inexistente en la práctica.

Esta prohibición fue declarada inconstitucional por la Corte Suprema de Justicia de la Nación en la causa “Aquino”, del 21 de septiembre de 2004 (Fallos 327:3753) en tanto, en opinión del máximo tribunal, vedaba el acceso a una reparación integral y justa en la medida en que dejaba sin resarcir un daño subsistente<sup>1000</sup>.

En el año 2007, en la causa “Llosco”<sup>1001</sup>, la Corte fue más allá al considerar que el acogimiento al sistema tarifado no implicaba una renuncia tácita a la reparación integral y que, incluso, existía total independencia entre los dos regímenes, pudiendo el trabajador optar por uno u otro sin que deba agotar primero el reclamo bajo la ley 24.557. Es decir, el máximo tribunal nacional no sólo dejaba abierta la opción entre un régimen y otro, sino que incluso consideraba inconstitucional el carácter excluyente de la opción previsto en la ley.

En un fallo relativo al régimen tarifado de indemnización previsto en la ley 19.101, que rige el personal militar, la mayoría de la Corte reiteró su postura de que los sistemas especiales que admiten limitaciones indemnizatorias frente al derecho a una reparación integral, al comprobarse la existencia de un menoscabo sustancial a este último, son inconstitucionales, en la medida en que la reparación no se logra por subsistir los daños.

---

<sup>1000</sup> Esta doctrina fue reiterada por la Corte en las causas “Díaz” (Fallos 329:473) y “Ávila Juchani” (sentencia del 28 de marzo de 2006, no recogida en Fallos).

<sup>1001</sup> Fallos 330:2696. Esta doctrina fue reafirmada en la causa “Cachambi” (Fallos 330:2685).

En concreto, el acceso a una reparación plena es, en doctrina de la Corte, una garantía constitucional, y así como su inválida limitación es pasible de control oficioso, no puede haber barreras que coloquen al accidentado en disyuntivas que le impliquen renunciaciones. La aludida reparación debe contemplar todos los aspectos del daño, y la tarificación (por su característica de generalidad y abstracción) constituye un mínimo que puede alejarse de la plenitud. Por ello, la vía común se halla irrestrictamente abierta, en toda circunstancia, aun cuando el dañado haya percibido la tarifa<sup>1002</sup>.

En octubre de 2012, entró en vigencia la ley 26.773 que intentó un “ordenamiento de la reparación de los daños derivados de los accidentes de trabajo y enfermedades profesionales”. Esta norma, en su artículo 4, volvió a establecer una opción excluyente entre el régimen tarifado de la ley 24.557 y el régimen de responsabilidad común del Código Civil. Es decir, los sistemas no eran acumulables y, hecha la opción por uno de ellos, se entendía renunciada la acción por el otro.

Sin entrar en un análisis exhaustivo del régimen laboral que escapa a los propósitos de esta obra, baste decir que la mayoría de la jurisprudencia nacional entendió que este sistema era inconstitucional por ir en contra de la doctrina de la Corte Nacional en los precedentes antes citados<sup>1003</sup>. La mayoría de la doctrina laboral también se inclinó por considerarla inconstitucional<sup>1004</sup>. No obstante, el régimen siguió vigente y el dictado de la ley 27.348, del año 2017, agravó la situación al exigir el agotamiento del

---

<sup>1002</sup> Cfr. Formaro, Juan J., “*La inconstitucionalidad de la opción en materia de infortunios laborales. Antes y después de la ley 27.348*”, (TR LALEY AR/DOC/1625/2021).

<sup>1003</sup> Cfr., por ejemplo, los fallos de la Cámara Nacional de Apelaciones del Trabajo en las causas “Aguirre” y “Astudillo”, de la Sala III (fallos del 28/06/2013), “Benítez”, de la Sala X (fallo del 31/03/2014, Doctrina Laboral y Previsional, Septiembre de 2014), “Rodríguez”, de la misma Sala (fallo del 28/04/2014, Doctrina Laboral y Previsional, Octubre de 2014), “Luna”, de la Sala V (fallo del 31/03/2015, Derecho del Trabajo, Agosto de 2015), entre muchos otros. También numerosas Cámaras de Apelación del Trabajo de diversas provincias lo hicieron (ver un resumen en <https://bcn.gob.ar/uploads/adjuntos/DOSSIER-leg-n116-Modificacion-de-la-LRT-Leg-nac-prov-doc-juris.pdf>). La Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Buenos Aires declaró la inconstitucionalidad del referido artículo 4, de la ley 26.773, en la causa “Vera c. Fisco de la Provincia de Buenos Aires”, fallo del 11/05/2021 (La Ley Online AR/JUR/36184/2021).

<sup>1004</sup> Cfr. una lista de opiniones al respecto en <https://bcn.gob.ar/uploads/adjuntos/DOSSIER-leg-n116-Modificacion-de-la-LRT-Leg-nac-prov-doc-juris.pdf>.

procedimiento administrativo por ante las comisiones médicas previo a iniciar acciones judiciales por la vía del régimen de responsabilidad común.

Como conclusión puede afirmarse que, en la doctrina de la Corte Nacional y de la amplia mayoría de los tribunales nacionales, junto con la opinión de la mayoría de la doctrina, las leyes que establezcan regímenes de indemnización tarifada no podrán cercenar la vía a la obtención de una reparación integral mediante la aplicación de las normas sobre responsabilidad contenidas en el Código Civil y Comercial, so riesgo de conculcar garantías constitucionales.

De ello puede deducirse que el régimen tarifado de responsabilidad de la LMC en ningún caso podrá implicar negar el acceso a la reparación integral por la vía del derecho común, pudiendo el inversor optar por uno u otro régimen<sup>1005</sup>.

Se pasarán a considerar entonces dichos regímenes de responsabilidad de manera separada.

(2) El régimen de los artículos 119 a 124, de la LMC.

Los artículos 119 a 124 regulan una acción civil por daños en caso de información errónea o inexacta contenida en un prospecto o por omitir información relevante en dicho documento.

La fuente de estas disposiciones, una vez más, es el Decreto 677/2001, en su

---

<sup>1005</sup> No resulta tan claro, sin embargo, si podría aplicarse la doctrina de la Corte del caso “Llosco”, esto es, que ambas acciones sean acumulables. Entiendo que la respuesta sería negativa dado que las situaciones no son asimilables. En un caso, el laboral, existe un procedimiento administrativo de determinación de la incapacidad, no un proceso judicial. De ahí que sea razonable que siempre pueda acudir al remedio judicial de debate amplio. En cambio en el caso de la LMC, siempre se está en un proceso judicial de debate amplio y, además, ante una misma jurisdicción. La cuestión tiene también aristas procesales. Si se acciona por la LMC, rige la presunción de causalidad que afecta la tarea probatoria, pero en definitiva se trata de un proceso ordinario. Si obtenida la indemnización tarifada, se pretendiera iniciar una nueva acción por la vía del derecho común para obtener una reparación integral, se tropezaría con el obstáculo del caso juzgado: se estaría reabriendo el debate sobre un mismo hecho ya sentenciado. Sólo excepcionalmente la ley procesal concede un nuevo proceso con debate amplio cuando se ha tramitado otro con defensas acotadas, esto es, el juicio ordinario posterior a otro ejecutivo. Empero, como en este caso, se requeriría una disposición expresa de la ley que lo habilitara.

artículo 35, reproducido casi literalmente por la LMC.

(a) Legitimados activos y pasivos.

El artículo 121 dispone que tendrán legitimación para iniciar esta acción los compradores o adquirentes a cualquier título de los valores negociables con oferta pública ofrecidos mediante el respectivo prospecto. Paolantonio, comentando idéntico texto del artículo 35, del Decreto 677/2001, sostuvo que la acción incluía tanto a los adquirentes iniciales de los títulos como a los adquirentes sucesivos, interpretando en ese sentido la locución “*por cualquier título*” empleada en la norma y en razón de la fuente última en que se inspiró el texto: la Sección 11, de la Ley de Valores de 1933 de los Estados Unidos<sup>1006</sup>.

Considero que la referencia a la adquisición por cualquier título no se refiere al momento en que se adquieren los títulos, si no a la forma jurídica en que se lo hace. La expresión completa “... *los compradores o adquirentes por cualquier título*...” lleva fácilmente a esa conclusión. Lo que pretende la norma es incluir tanto a los adquirentes por compraventa, como a los adquirentes por cualquier otro título jurídico (canje, por ejemplo).

De todas maneras, comparto la posición de Paolantonio: cabe incluir a los adquirentes sucesivos de títulos, pues los artículos 119 y 120 no hacen distinciones. Establecen la responsabilidad de los sujetos allí enumerados sin limitación<sup>1007</sup>.

Igualmente, creo que cabe hacer una distinción. La responsabilidad aparecerá por información errónea o inexacta o por omisión de información relevante en el prospecto o en cualquiera de sus suplementos, pero no se extiende a la información deficiente

---

<sup>1006</sup> Paolantonio, Martín E., “*Deber de información...*”, pág. 7. El autor citado se pregunta qué pasaría si los compradores originales hubieran vendido los títulos con ganancia y luego la cotización de aquéllos cayera por conocerse la inexactitud del prospecto. Los adquirentes posteriores tendrían ciertamente una acción de responsabilidad contra la emisora y sus directores, pero ella no podría ser la de los artículos 119 y ss., de la LMC, si no la emergente de la LGS y el régimen de responsabilidad del Código Civil y Comercial.

<sup>1007</sup> Naturalmente, hubiera sido deseable incluir expresamente en la acción a los adquirentes sucesivos.

suministrada por la emisora al mercado enmarcada en el régimen de información periódica o continua (hechos relevantes). Estos supuestos quedan claramente excluidos de la acción.

En cuanto a los legitimados pasivos, los artículos 119 y 120 los clasifican en dos grupos: los responsables directos y los responsables indirectos. La terminología no es feliz pues en materia de responsabilidad civil estos conceptos tienen acepciones diferentes. Los responsables indirectos enumerados en el artículo 120 no responden por el hecho de un tercero, si no por su propia conducta. En rigor, todos los responsables son responsables directos en los términos del Código Civil y Comercial (artículo 1.749).

En cualquier caso, sí es importante retener que los diferentes sujetos responsables no tienen un régimen idéntico, como se verá más adelante.

Algún autor ha criticado la solución de asignar responsabilidad a todo firmante de un prospecto<sup>1008</sup>. La disposición está en línea con la normativa norteamericana, aunque quizás podría haberse matizado su aplicación en el caso de los apoderados con facultades especiales que prevén las Normas de la CNV, personas que normalmente no tienen posibilidad de verificar la exactitud de lo informado en el prospecto. Hubiese sido deseable aquí que la norma remitiera al régimen del Código Civil y Comercial sobre mandato.

Otro punto conflictivo es la amplia enumeración que hace el artículo 120 de intermediarios, organizadores o colocadores que podría alcanzar a sujetos participantes de un esfuerzo de colocación que no intervienen en la revisión de la información que hace el agente principal. En los Estados Unidos, la norma que fue fuente del texto actual limita la responsabilidad de los colocadores al monto por el que participaron en la colocación, pero ello no fue receptado en la LMC<sup>1009</sup>.

Por otro lado, la expresión utilizada en el texto legal al referirse a las entidades y agentes que participen como colocadores u organizadores “... *en una oferta pública de venta o compra de valores negociables...*”, deja claramente fuera del régimen a cualquier

---

<sup>1008</sup> Paolantonio, Martín E., “*Deber de información...*”, pág. 7.

<sup>1009</sup> Ídem, Nota 64.

otra operación que pueda realizarse con esos valores negociables<sup>1010</sup>. Más aún, la exclusión se extendería al deber de revisar diligentemente la información contenida en el prospecto, lo que parece poco feliz.

En relación precisamente con el deber de diligencia que establece el artículo 121, de la LMC, cabe realizar algunas consideraciones. En primer lugar, aunque el texto no lo menciona, la responsabilidad de los sujetos por incumplir este deber de diligencia debe limitarse a la omisión de información relevante o a la inclusión de errores relevantes en la información, no a cualquier error u omisión, a semejanza de lo predicado respecto de los responsables directos<sup>1011</sup>.

Por otro lado, la norma resulta incompleta pues no se establecen los modos de actuar frente a la constatación de errores u omisiones relevantes, como así tampoco cuáles serían exactamente las consecuencias del incumplimiento de ese deber. Esto último, aunque parecería banal, no lo es. En efecto, tal como está redactado el texto legal cabe preguntarse si en el caso en que, a partir de una revisión diligente de la información contenida en el prospecto, el sujeto responsable no detectara el error u omisión esencial, sería igualmente responsable. Considero que una interpretación armónica de las disposiciones de la LMC conduce a sostener que en ese caso no habría responsabilidad, pues es claro que los intermediarios no tienen acceso directo a la información de la emisora que les permita detectar errores u omisiones. Lo contrario sería ampliar el deber de diligencia no sólo al prospecto, como dispone el artículo 121, sino a toda la información de la emisora, pública o no. En la práctica, lo que suele ocurrir en el caso de colocaciones primarias es que los agentes colocadores o el principal de ellos lleva a cabo una revisión de la información y documentación de la emisora (el llamado *due diligence*), precisamente para salvar su responsabilidad. Pero aún en esa revisión lo que está a su alcance es lo que pone a su disposición la propia emisora de manera que, en última instancia, si ningún error u omisión relevantes resultan detectados por el agente colocador, ni en su *due diligence*, ni en el prospecto, ninguna responsabilidad le cabrá, siempre que haya obrado con diligencia en su investigación.

---

<sup>1010</sup> Giovenco, Arturo C., “*El prospecto...*”, pág. 180.

<sup>1011</sup> *Ibidem*.

Por último, respecto de los expertos o terceros que opinen sobre ciertas partes del prospecto, el texto los responsabiliza sólo por la parte de la respectiva información sobre la que han emitido opinión. De todas maneras, esta disposición debe ser matizada. En efecto, aquí debe tenerse presente nuevamente que la información a que tiene acceso el experto es la que le suministra la emisora y el experto debe confiar en que esa información es completa y veraz. Si no lo fuera, en principio, no tendría responsabilidad, salvo que se demuestre que no podía ignorar su carácter erróneo. En la práctica, los expertos también realizan su revisión independiente de la información y documentación de la emisora, saludable medida que impedirá asignarles responsabilidad si, pese a efectuar la revisión, se demostrase la existencia de información errónea u omisiones.

Parece innecesario aclararlo, pero cabe decir que el experto sólo responde por cuestiones propias de su área de competencia profesional. Muchas veces la decisión final de incluir o no en el prospecto información sobre una determinada circunstancia no dependerá de la opinión de un solo experto, si no de varios, con diversas competencias, siendo la decisión final a cargo de la emisora<sup>1012</sup>.

(b) Solidaridad.

El artículo 123, de la LMC, consagra la solidaridad pasiva de todos los sujetos responsables frente al inversor damnificado, es decir, que éste podrá demandar a todos o a algunos de ellos de manera simultánea.

La misma norma establece el régimen de las acciones de regreso entre los responsables. Si no ha mediado dolo, la responsabilidad de cada uno de ellos entre sí se determinará teniendo en cuenta la actuación individual de cada uno de ellos y el grado de acceso a la información errónea. Mediando dolo, no habrá acciones de regreso. Si el dolo se presenta en algunos responsables y en otros no, los que actuaron con dolo no tendrán acción de regreso, los que lo hicieron con culpa sí.

(c) Antijuridicidad.

Respecto de la conducta antijurídica que genera el daño, ella está constituida por el hecho de incluir en el prospecto información errónea o de no incluir información sobre

---

<sup>1012</sup> Ídem, pág. 182.



un aspecto esencial relativo a la oferta de valores negociables. El propio artículo 120 define información esencial como aquella que un inversor común hubiese apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores negociables ofrecidos. Se trata de una fórmula similar a la empleada en el derecho norteamericano que remite a lo que un inversor común, es decir, promedio, hubiese tenido en cuenta. La referencia a un inversor común implica la realización de un juicio abstracto, pero ello no implica que no deba tenerse en cuenta el contexto en que se produjo el hecho, pues se trata de determinar lo que un inversor común hubiese considerado relevante bajo las circunstancias, la conducta desplegada por la emisora y la totalidad de la información presentada<sup>1013</sup>.

A mi juicio, además, el estándar resulta un piso de exigencia, pues si se tratase de un inversor calificado el juez no podría dejar de considerar esta circunstancia a la hora de determinar la relevancia o no de la información incluida u omitida. Por el contrario, un inversor que se encuentre por debajo del estándar no podría alegar su mayor ignorancia o torpeza para obtener del juez la declaración de que una información que normalmente no sería relevante para un inversor común sí lo fue en su caso concreto.

(d) Daño. Cuantificación.

Del texto del artículo surge también la duda sobre el tipo de daño que resulta reparado por este régimen. La frase alude “... *a aquella información que un inversor común hubiere apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores negociables ofrecidos*”, y, a simple vista, parecería que excluye el daño a las condiciones de la operación, es decir, que la información esencial sólo es aquella que incide en la decisión de inversión, pero no en las condiciones en que fue realizada.

Empero, esa conclusión no resiste una interpretación armónica de la misma norma, pues ésta a continuación tarifa la indemnización a recibir por el inversor comparando el precio de compra o venta fijado en el prospecto y efectivamente pagado con la cotización posterior del título, es decir, refiere a un daño que afecta a las condiciones en que se realizó la transacción.

Se concluye, entonces, que el régimen contempla tanto los daños a la decisión de

---

<sup>1013</sup> Ídem, pág. 7.

invertir, como a los que afectan a las condiciones en que la inversión se realiza.

Por otro lado, el artículo 122, como se dijo, establece un tope a la posible indemnización del daño sufrido constituido por la pérdida ocasionada al inversor materializada en la diferencia entre el precio de compra o venta fijado en el prospecto y efectivamente pagado<sup>1014</sup> y el precio del título respectivo al momento de la presentación de la demanda o, en su caso, el precio de la enajenación por parte del inversor de ser anterior a tal fecha.

La norma se aparta del régimen general de responsabilidad del Código Civil y Comercial en dos puntos: en el tope puesto a la indemnización y en la fecha en la cual debe evaluarse el daño sufrido, que no es ni el momento en que se produce el daño, ni el de la sentencia, si no el de la presentación de la demanda o la venta de los títulos si fuera anterior<sup>1015</sup>.

Ciertamente, el primero de los supuestos es, como se dijo ya, el más cuestionable, aunque entiendo que manteniendo la posibilidad de optar por el régimen general de responsabilidad se salvaría cualquier objeción.

Hace notar Giovenco que el texto legal deja fuera al supuesto de agravamiento del daño con posterioridad a la presentación de la demanda (por ejemplo, por una continuación en el descenso de la cotización de los títulos)<sup>1016</sup>. Este caso estaría fuera del régimen de la LMC.

En otro sentido, si a la fecha de la sentencia la cotización del título fuese superior al pagado por el inversor, no habría daño resarcible, pues éste no subsistiría<sup>1017</sup>.

---

<sup>1014</sup> El texto presupone que el precio consignado en el prospecto coincide con el efectivamente pagado. En caso de diferir, debería tomarse como referencia aquél último (Giovenco, Arturo C., “*El prospecto...*”, pág. 169, Nota 48).

<sup>1015</sup> Tampoco se precisa el momento a partir del cual deben correr los intereses moratorios. Entiendo con Giovenco que tal fecha debería ser la misma tomada para cuantificar el daño (Ídem, pág. 170).

<sup>1016</sup> *Ibidem*. En igual sentido, Paolantonio, Martín E., “*Deber de información...*”, pág. 8.

<sup>1017</sup> *Ibidem*.

Por estas razones, aunque el inversor no está obligado a vender sus títulos para accionar, el régimen descrito opera como un incentivo para ello.

(e) Relación de causalidad.

En el régimen de los artículos 119 a 124, de la LMC, el daño resarcible es aquél que se origina por la baja de la cotización del título como consecuencia del conocimiento, por parte del mercado, de la existencia de información errónea o de la omisión de información relevante en un prospecto. Surge entonces la cuestión de demostrar la relación de causalidad entre ese daño y la conducta antijurídica; en otras palabras, debería quedar demostrado que el inversor basó su decisión de inversión en la información errónea o incompleta. Pero poner la carga de esa prueba en el inversor resultaría muy gravoso, dadas las dificultades probatorias que se enfrentarían. De ahí que el artículo 121 establece que, probado el error u omisión esencial, salvo prueba en contrario aportada por el emisor u oferente, se presume la relación de causalidad entre dicho error u omisión y el daño generado, excepto que el demandado demuestre que el inversor conocía el carácter defectuoso de la información. Entonces, lo que la ley presume es que la existencia de esa información defectuosa es la causa de la baja de la cotización del título de que se trate, baja que, a su vez, provoca el daño resarcible.

La norma indica que la presunción cede si el inversor conocía el carácter defectuoso de la información. En realidad, no es una cuestión que se vincule con la relación de causalidad, sino que, en este caso, no se da una condición de la responsabilidad, esto es, la antijuridicidad, constituida por la falta de información adecuada al inversor<sup>1018</sup>.

La presunción implica no sólo que el inversor no debe demostrar que basó su decisión de inversión en el prospecto defectuoso, si no que ni siquiera debe acreditar que leyó el prospecto.

Finalmente, es claro que se trata de una presunción *iuris tantum*, que el demandado podría desvirtuar demostrando que la baja en la cotización se debió, total o parcialmente, a factores ajenos a la información errónea o incompleta.

---

<sup>1018</sup> Ídem, pág. 10.

(f) Factores de atribución. Defensas oponibles.

Como se ha visto, la normativa de la LMC no hace referencia a dolo o culpa para determinar la responsabilidad de los sujetos que enumera. Más allá de eso, cabe preguntarse cuál es el factor de atribución en esta acción civil por daños.

La total ausencia de antecedentes jurisprudenciales nos remite a los pocos autores que han hablado del tema<sup>1019</sup>. Así, Paolantonio<sup>1020</sup> afirma que es necesario distinguir entre los distintos sujetos responsables, tomando como criterio de distinción las defensas que pueden oponer frente a una demanda de este tipo. De esta manera, el autor citado predica, respecto de la emisora de los valores negociables, una responsabilidad objetiva, pues no puede liberarse de responsabilidad mediante la defensa de haber realizado una debida investigación o de una ignorancia de la existencia del error u omisión. Ello así por cuanto es la propia emisora la encargada de preparar la información a ser incluida en el prospecto. Fuera de este caso, sostiene el autor mencionado que el factor de atribución es subjetivo, por dolo o culpa, incluso en el caso de los administradores sociales dadas las reglas societarias en materia de responsabilidad de aquéllos que, como se vio, siempre se basan en un factor subjetivo.

Por su parte, Giovenco<sup>1021</sup> afirma que el sistema que establece el artículo 35, del Decreto 677/2001 (hoy artículos 119 a 124, de la LMC) prescinde de la actitud del sujeto responsable y se centra en la existencia o no de información defectuosa. De ahí que sostenga que todos los sujetos responderán a partir de un factor de atribución objetivo.

Por mi parte, coincido con Paolantonio en que es necesario distinguir entre los

---

<sup>1019</sup> Existen algunas presentaciones judiciales, arbitrales e incluso penales que demandan el resarcimiento de daños por la pérdida de valor del precio de determinadas acciones. Así, la acción judicial que inició en 2014 la Asociación Civil Consumidores Argentinos contra Petrobrás Argentina S.A. y otras personas jurídicas como consecuencia del impacto de las investigaciones del llamado “Lava Jato” en Brasil y que incluyó varias denuncias penales y una demanda arbitral por ante el Tribunal de Arbitraje General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en septiembre de 2018. A la fecha, ninguna de estas presentaciones cuenta con resolución judicial o arbitral.

<sup>1020</sup> *Ibidem*.

<sup>1021</sup> Giovenco, Arturo C., “*El prospecto...*”, pág. 175.

diversos sujetos responsables.

En este sentido, entiendo que la emisora no puede alegar ignorancia del error u omisión o que puso todos los medios para asegurar que la información sea completa y veraz, desentendiéndose de si efectivamente ello era así o no.

Pero el problema es que otro tanto les cabe a los directores, pues es obvio que la sociedad no tiene la posibilidad de expresar su voluntad social por sí misma si no que depende de aquéllos. Siendo ello así, ¿pueden alegar desconocimiento o que realizaron una debida revisión de la información, pero que no pudieron detectar el error u omisión? Entiendo que no. No obstante, es cierto que aquí se tropieza con el obstáculo de lo afirmado en cuanto a la responsabilidad societaria, que siempre está basada en la culpa. En este punto, vale traer a colación lo afirmado por Junyent Bas y ya mencionado. Esto es, la responsabilidad es por culpa, pero ésta surge de la misma conducta antijurídica, está *in re ipsa*, de manera que el director no podrá excusar su conducta demostrando su ausencia de culpa, pues ésta está ínsita en el acto dañoso. Sí podrá liberarse de responsabilidad conforme a las normas societarias, es decir, si dejó constancia de la existencia del problema en la respectiva reunión de directorio que aprobó el prospecto o si, habiendo tomado conocimiento fuera del ámbito de una reunión, dejase también constancia y comunicase el hecho al síndico o si hubiese estado ausente de la reunión por razones justificadas y adoptara idéntica conducta una vez conocido el hecho.

En cuanto a los miembros de los órganos de fiscalización, el texto del artículo 119 los califica como responsables directos “...*en materia de su competencia...*”. En realidad, esta expresión no implica una limitación de responsabilidad e incluso puede afirmarse que es redundante pues hace referencia a las funciones del órgano de fiscalización, esto es, la supervisión de la actividad del directorio. Lo que pretende indicar la norma es que quienes componen dicho órgano responderán justamente por el incumplimiento de dicha supervisión. Por lo demás, su régimen de responsabilidad societaria es el mismo que el de los directores.

Con relación a otros firmantes del prospecto, parecería que tienen una responsabilidad mayor que los directores, pues no gozan de la posibilidad de liberarse de responsabilidad conforme a las normas societarias (en la medida en que sean personas distintas de aquéllos). Aquí sí que cabe hablar de responsabilidad objetiva lisa y llana,

pues ni siquiera les cabría la defensa de haber revisado diligentemente la veracidad y exactitud de la información contenida en el prospecto. Este caso, como se dijo, debió contemplarse expresamente en la ley.

Pasando a los responsables indirectos, en este caso surge la defensa de la debida revisión de la información, con lo que no cabe duda de que el factor de atribución es claramente subjetivo.

En definitiva, para que prospere la acción, el actor deberá acreditar: que adquirió los valores negociables durante el período en que existió información defectuosa en el prospecto; el defecto en la información y la baja en la cotización del título.

Los demandados (todos) podrán rechazar la pretensión alegando que no existió defecto en la información; la existencia de un defecto, pero irrelevante; que el actor conocía el defecto; que la baja en la cotización de los valores se debió a circunstancias ajenas a la existencia del defecto, o que la acción está prescripta.

Por otro lado, las entidades y agentes intermediarios en el mercado que participen como organizadores o colocadores en una oferta pública de venta o compra de valores negociables podrán defenderse además alegando que revisaron diligentemente la información contenida en el prospecto.

Aunque no lo dice expresamente la norma, igual defensa tendrán los expertos o terceros que opinen sobre ciertas partes del prospecto, como se deduce de la redacción del artículo.

(g) Subsistencia de la operación.

El artículo 128, de la LMC, dispone que:

*“No anulabilidad. No serán anulables las operaciones que motiven las acciones de resarcimiento dispuestas en el presente capítulo”.*

Se trata de una norma razonable que tiene en cuenta las condiciones ya apuntadas en que operan actualmente los mercados (anonimato de quienes realizan las operaciones, sistema centralizado de órdenes, compensación por saldos, etc.).

Sin embargo, existen un par de cuestiones de armonización legislativa que

conviene tener en cuenta.

En efecto, el artículo 199, de la LGS, dispone que las emisiones de acciones realizadas en violación al régimen de oferta pública son nulas. ¿Cómo se condice esta norma con la del artículo 128, LMC?

La cuestión no es de fácil resolución. Giovenco sostiene que puede zanjarse interpretando el artículo 199, LGS, en el sentido de que se refiere a la oferta pública en sí y no a la emisión concreta de las acciones<sup>1022</sup>. Creo que resulta algo forzada esta interpretación, dado el claro lenguaje del artículo 199. Podría afirmarse también que el artículo 128, LMC, hace referencia a las operaciones, es decir, a la venta concreta de valores negociables objeto de la oferta al inversor, no a la emisión de las acciones en sí. Lo que ocurre es que, si la emisión ha sido hecha en violación al régimen de oferta pública y se declara su nulidad, caen también las operaciones que se hubieran llegado a hacer, por lo que se desvirtuaría el artículo 128, LMC. La solución más simple parece ser afirmar que esta última norma ha derogado la de la LGS para el caso de las sociedades cotizadas por ser posterior.

Otro interrogante se plantea con el artículo 202, de la LGS, que establece la nulidad de una emisión de acciones bajo la par.

Ahora bien, en el caso de que se resarciera a un inversor como consecuencia del ejercicio de una acción de daños y perjuicios emergente del régimen en estudio, cabría la posibilidad que, frente al resto de las acciones emitidas por suscripción pública, se llegase al resultado de que algunas de ellas han sido emitidas por un precio que, descontado el resarcimiento, implique una emisión bajo la par.

De nuevo, la interpretación correcta es que la LMC ha establecido un supuesto autorizado de emisión de acciones bajo la par<sup>1023</sup>.

(h) Prescripción.

El artículo 124, de la LMC, dispone que la acción por daños que se viene

---

<sup>1022</sup> Ídem, pág. 167.

<sup>1023</sup> Giovenco, Arturo C., “*La responsabilidad por el prospecto...*”, pág. 5.

analizando prescribe a los tres años de haberse advertido el error u omisión del referido prospecto por parte del actor.

En este punto, la LMC se aparta de su fuente, el Decreto 677/2001. Éste establecía que:

*“La demanda por daños a la que este artículo da derecho deberá promoverse dentro de UN (1) año de haberse advertido el error u omisión del referido prospecto por parte del demandante y nunca después de los DOS (2) años de la fecha en que el respectivo prospecto fue autorizado por la COMISION NACIONAL DE VALORES”.*

Este texto estaba más en línea con lo dispuesto en la Sección 11, de la Ley de Valores norteamericana.

El texto actual extiende el plazo a los tres años.

(i) Cuestiones procesales. Acciones de clase. El inversor como consumidor financiero.

Como se dijo ya, una de las características de los mercados de capitales actuales es su multilateralidad. De ahí que el daño que se genera también afecte a multitud de inversores. Ante ello cabe preguntarse si es posible en nuestro derecho el inicio de acciones de clase con el fin de obtener el resarcimiento de tales daños.

El tema se vincula con otra cuestión, también polémica: ¿se aplica la normativa de defensa del consumidor a los inversores bursátiles?

El problema ha merecido posiciones encontradas en la doctrina, con sólidos argumentos a favor y en contra<sup>1024</sup>. Entre los principales obstáculos que ha encontrado la doctrina para aceptar la aplicación de la ley 24.240 a los inversores bursátiles se encuentran la dificultad de considerar consumidor a quien facilita fondos en lugar de recibirlos para su uso y el carácter especial de la legislación sobre mercado de capitales que se basta por sí misma para brindar protección al inversor.

---

<sup>1024</sup> Una buena síntesis de estas posiciones puede verse en Paolantonio, Martín E., “¿El consumidor financiero...?”.



Quienes abogan por considerar al inversor como consumidor fundan su postura en el artículo 42, de la Constitución Nacional.

Si bien el tema merece un análisis más extenso, que excede el marco de esta obra, considero acertada la posición de Paolantonio, quien afirma que la fuente del deber de proteger al consumidor emana del citado artículo 42, de la Constitución Nacional, siendo la ley 24.240 y la LMC <sup>1025</sup> manifestaciones o aplicaciones de ese imperativo constitucional. De ahí que lo que debe hacerse es una integración de ambas normativas, aplicando el diálogo de fuentes<sup>1026</sup>.

No obstante lo apuntado, considero que cabe hacer algunas precisiones. Parece difícil negar el carácter de consumidor al pequeño inversor que recibe servicios financieros o bursátiles (asesoramiento en inversiones, por ejemplo)<sup>1027</sup>. Aquí cabrá aplicar las normas de la LMC y de la CNV y, para algún caso no contemplado allí, la 24.240.

Pero ¿cómo considerar consumidor a quien compra y vende valores negociables por el hecho mismo de esa operación, es decir, independientemente del servicio que le haya prestado su agente? Aquí sí las especiales características de los mercados actuales harán inaplicables la casi totalidad de las normas de la ley 24.240. Empero, existen algunas normas de esa ley cuya aplicación a los mercados de capitales cabe analizar con un poco más de detenimiento. Ellos son los Capítulos XIII y XIV<sup>1028</sup>.

El mencionado Capítulo XIII se abre con el artículo 52, que habilita la actuación de las asociaciones de consumidores, reguladas ampliamente en el Capítulo XIV. Dada la

---

<sup>1025</sup> Si bien Paolantonio escribe estando vigente el Decreto 677/2001, entiendo aplicables sus argumentos a la LMC actual.

<sup>1026</sup> Paolantonio, Martín E., “¿El consumidor financiero...?”, págs. 4 y ss.

<sup>1027</sup> Se excluyen aquí los inversores institucionales o todos aquellos que puedan reputarse expertos o con conocimientos en la materia. Estos en ningún caso podrían considerarse consumidores (cfr. Rodríguez Llanos, María Clara, “El ‘inversor consumidor’: ¿un oxímoron?”, RCCyC 2022 (septiembre-octubre), 95).

<sup>1028</sup> Coincido con Paolantonio en que los artículos 40 y 40 bis, de la ley 24.240, no resultarán aplicables, dado que el tema se encuentra expresamente regulado en la LMC con ventaja sobre la normativa consumeril (idem, pág. 7).

total ausencia de normas sobre el tema en la legislación sobre mercado de capitales, nada impide considerar aplicables estas disposiciones al inversor bursátil, pues no resulta transgredido ninguno de los principios que estructuran dichos mercados. Al contrario, esta interpretación está en línea con uno de los fines esenciales de la legislación en la materia, esto es, la protección el inversor, además de cumplir con la manda constitucional del artículo 42, de la Constitución Nacional<sup>1029</sup>.

De admitirse esta postura, resultarían aplicables también los artículos 54 y 54 bis, de la 24.240, aunque con algunos matices. En efecto, el tercer párrafo del artículo 54, en cuanto establece que las pautas para una reparación económica o el procedimiento para su determinación deberán establecerse en base al principio de reparación integral, choca con el sistema de indemnización tarifada del artículo 122, de la LMC<sup>1030</sup>.

El artículo 53, de la 24.240, contiene algunas normas procesales cuya aplicación a los mercados de capitales no parece ofrecer dificultades. Entre ellas se encuentran la exigencia de que la cuestión se tramite por el juicio de conocimiento más abreviado disponible en la jurisdicción correspondiente<sup>1031</sup>, el beneficio de justicia gratuita<sup>1032</sup> y, sobre todo, la cuestión de las llamadas cargas probatorias dinámicas, que se analizará más adelante.

Ahora bien, aceptada la posibilidad de la actuación de las asociaciones de consumidores en el ámbito bursátil, debe admitirse también la operatividad de las acciones de clase.

---

<sup>1029</sup> Ídem, págs. 4 y ss.

<sup>1030</sup> Esto plantea una interesante cuestión: siendo la Ley de Defensa del Consumidor una norma de orden público, ¿desplaza a las normas de la LMC sobre indemnización tarifada en el caso de pequeños inversores que pudieran considerarse consumidores? La respuesta parecería ser negativa, dado que la LMC es una ley especial en la materia.

<sup>1031</sup> Entiendo que también sería aplicable el último párrafo del artículo 36, de la ley 24.240, relativo a la competencia en acciones relativas a operaciones financieras de consumo. Ello por cuanto la LMC no contiene normas en tal sentido.

<sup>1032</sup> De enorme relevancia en el ámbito del mercado de capitales teniendo en cuenta los montos potencialmente elevados de los daños.

El tema es complejo y ha merecido muchos comentarios de la doctrina, especialmente a partir del fallo dictado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación en la causa “Halabi”<sup>1033</sup> y las Acordadas emitidas por el referido tribunal, la 32/2014 (que creó el Registro Público de Procesos Colectivos) y la 12/2016 (que estableció un “protocolo” de actuación en los procesos colectivos)<sup>1034</sup>.

En lo que aquí resulta de interés cabe resaltar que los tribunales federales y nacionales, así como la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, han abierto la instancia en casos de demandas colectivas iniciadas por asociaciones de consumidores o inversores en materia bursátil<sup>1035</sup>. Sin embargo, a la fecha de esta obra no se han dictado sentencias definitivas<sup>1036</sup>. De todas maneras, es interesante hacer notar que la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial ha confirmado la legitimación de las referidas asociaciones para entablar procesos colectivos en materia de mercado de capitales y ha aplicado a dichos procesos las normas de la Ley de Defensa del Consumidor, especialmente lo referido al beneficio de justicia gratuita<sup>1037</sup>. Es decir, la posibilidad de

---

<sup>1033</sup> Fallos 332:111

<sup>1034</sup> Puede verse un panorama de la cuestión, con críticas al sistema implementado en Argentina, en González Campaña, Germán, “*Las acciones de clase en Estados Unidos y los procesos colectivos en la Argentina: dos modelos antagónicos*”, La Ley Online AP/DOC/1215/2017. También en Cazaux, Diego, “*Análisis económico de los procesos colectivos en la Argentina*”, La Ley Online AR/DOC/3878/2018.

<sup>1035</sup> De la consulta realizada en el sitio de la Corte Suprema, <http://servicios.csjn.gov.ar/ConsultaCausasColectivas>, surgen (a febrero de 2020) treinta y nueve causas rotuladas como “Actividad bursátil”. De ellas quedaron subsistentes cuatro a marzo de 2021.

<sup>1036</sup> Algunas de esas causas devienen abstractas por sustracción de materia o satisfacción extraprocesal de la pretensión o bien las partes llegan a un acuerdo conciliatorio.

<sup>1037</sup> Ver fallo de la CNCom., Sala B, en autos “*Damnificados Financieros Asociación Civil para su Defensa c. Camuzzi International S.A. y otros*”, incluido en el Registro de Procesos Colectivos de la Corte Suprema, en que se decidió que el beneficio de justicia gratuita no incluía sólo la exención del pago de la tasa de justicia, si no cualquier otro gasto que irrogare el proceso, comprendidos los gastos de notificación del proceso a los miembros de la clase. También el fallo de la misma Sala en autos “*Asociación para la Defensa de Usuarios y Consumidores – ADUC c. Galileo Argentina Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. y otro*”, incluido también en el sitio del mencionado Registro, en el que el tribunal destacó que el beneficio también se extendía a exonerar a la asociación de consumidores del pago de las costas del proceso en caso de resultar perdedora (fallo que modifica la postura inicial de la Sala en el

iniciar acciones de clase en el ámbito bursátil y la aplicación de las normas consumeriles está plenamente admitido, al menos en la justicia federal y en la nacional.

De todas maneras, el sistema está lejos de ser óptimo pues, tal como ha sido diseñado por la Corte Suprema a partir del fallo “Halabi”, una acción de clase debe reunir, para su admisibilidad, determinados requisitos, tales como la pluralidad relevante de individuos afectados, una causa fáctica común, entendida como aquel hecho único o complejo que causa lesión a la pluralidad de individuos, una pretensión concentrada en los efectos comunes del grupo afectado (es decir, no basada en la mera superposición de intereses individuales), la existencia de un interés individual de los miembros del grupo que, si se considerara en forma individual, no justificaría la promoción de una demanda y que con ello se viera afectado el acceso a la justicia<sup>1038</sup>.

Como se advierte, los requisitos son bastante estrictos y, en algunos casos, pueden obstaculizar la iniciación de este tipo de acciones.

La doctrina de la Corte exige, además (siguiendo el modelo norteamericano que expresamente dice adoptar), que todos los miembros de la clase que la asociación de inversores pretende representar estén notificados y tengan la oportunidad de optar por mantenerse en el proceso o salir de él (*opt-in* y *opt-out*, en derecho anglosajón). Pero, a diferencia de lo que es doctrina en los Estados Unidos, en la Argentina la representación de la clase la tiene por sí misma la asociación de consumidores, sin que deba demostrar una adecuada representatividad de los miembros de la clase. Basta que el estatuto prevea la defensa de dichos intereses.

Por otro lado, en Argentina, para la notificación a los miembros de la clase, basta una notificación por edictos o avisos en los diarios<sup>1039</sup>.

Finalmente, otra diferencia importante con lo aplicado en los Estados Unidos es que, en la Argentina el efecto de la sentencia que se dicte alcanzará a todos los miembros

---

tema).

<sup>1038</sup> Cazaux, Diego, “Análisis...”, pág. 2.

<sup>1039</sup> Cuyo costo no puede estar a cargo del actor. En los Estados Unidos no existe el beneficio de la justicia gratuita y las notificaciones deben ser fehacientes, con el consiguiente costo para quien acciona.

de la clase que no hayan optado por quedar fuera del proceso en la medida en que dicha sentencia les sea favorable. Si la sentencia rechaza la acción, no habrá efecto *erga omnes*, con lo que nada impedirá que el inversor afectado inicie una nueva demanda (artículo 54, segundo párrafo, de la Ley de Defensa del Consumidor). En los Estados Unidos, la sentencia siempre tendrá efecto para todos los miembros de la clase a quienes se haya notificado adecuadamente y no hayan optado por quedar excluidos de la acción, sea la sentencia favorable o adversa<sup>1040</sup>.

En definitiva, las acciones de clase son posibles en el ámbito del mercado de capitales.

(j) Cuestiones probatorias.

Otro problema que aparece como un obstáculo a la viabilidad de las acciones por daños en las cuestiones bursátiles es el relativo a la prueba. A ello contribuyen varios factores. Por un lado, el secreto de las actuaciones sumariales de la CNV impide al inversor perjudicado acceder al expediente para poder determinar la viabilidad o no de una futura acción por daños (artículo 139, LMC). En este sentido, debe tenerse presente que muchas veces la corrección de una información defectuosa por parte de las emisoras se hace de manera indirecta, mediante la publicación de nueva información corregida, sin hacer mención del hecho mismo de la corrección. Sumado ello al poco conocimiento técnico del inversor común, resultará muy difícil para éste leer “entre líneas” que ha existido un error en la información o la omisión de información esencial, salvo que el hecho sea motivo de publicaciones en diarios no especializados. Ciertamente la baja en la cotización de los títulos afectados podría ser un indicio, pero, a menos que su conexión con una infracción bursátil devenga un hecho periodístico notorio, no siempre será sencillo relacionar esa baja con la conducta de la emisora<sup>1041</sup>. Aquí podrían jugar un rol importante las asociaciones de inversores en la medida en que dispongan de equipos técnicos que estén monitoreando constantemente el mercado, cosa difícil de afrontar por

---

<sup>1040</sup> González Campaña, Germán, “*Las acciones de clase...*”, pág. 6.

<sup>1041</sup> Máxime teniendo en cuenta la alta volatilidad crónica del mercado de capitales argentino.

sus costos<sup>1042</sup>.

Es por ello que el camino más seguro sería iniciar la acción por daños luego de confirmada la existencia de una infracción por parte de la CNV mediante el dictado de la respectiva resolución sancionatoria. Sin embargo, es dudoso que en un proceso de daños el actor pueda solicitar al juez que pida al organismo regulatorio la remisión de una copia de las actuaciones sumariales. El secreto bursátil previsto en el artículo 25, de la LMC, permitiría a la CNV excusarse de cumplir la manda judicial. Este es otro aspecto que debería ser modificado si se quiere permitir a los inversores buscar el resarcimiento de los daños que sufran.

En definitiva, en el contexto regulatorio actual, el inversor común tendrá serias dificultades para conocer la existencia de una conducta dañosa por parte del emisor de los títulos que posee a menos, como se dijo, que la cuestión sea públicamente notoria o cuente con el asesoramiento eficaz de un experto en la materia.

Aquí es interesante analizar también si puede aplicarse a este tipo de acciones la teoría de las cargas probatorias dinámicas.

Gran parte de la doctrina y la jurisprudencia entienden que, del tercer párrafo, del artículo 53, de la ley 24.240, surge que dicha ley consagra el principio de las cargas probatorias dinámicas<sup>1043</sup>.

En realidad, de la lectura de la norma en cuestión no surge que se consagre de manera expresa el principio de las cargas probatorias dinámicas, como sí lo hace el artículo 1.735, del Código Civil y Comercial, aunque en este último caso se requiere que el juez, durante el proceso, comunique a las partes que aplicará dicho principio.

---

<sup>1042</sup> También sería importante para el inversor común estar atento a la conducta desplegada por los inversores profesionales para detectar una posible fuente de responsabilidad, aunque, lógicamente, aquéllos suelen tener intereses diversos.

<sup>1043</sup> Cfr. Junyent Bas, Francisco y Del Cerro, Candelaria, “*Aspectos procesales en la ley de defensa del consumidor*”, La Ley 2010-C, 1281; CNCom., Sala C, “Oribe c. Alra SA”, 25/10/2012, Revista de Responsabilidad Civil y Seguros de La Ley 2013-III, 174; Cám. Apel. Civ. y Com. de Mar del Plata, Sala III, “Moreno c. AMX Argentina SA”, 21/02/2013, La Ley Buenos Aires 2013 (julio), 665, entre otros.

A fin de determinar la aplicación o no de este principio procesal es importante aclarar qué se entiende por cargas probatorias dinámicas. Esta doctrina parte del supuesto de que la carga de la prueba de un hecho puede ser puesta en cabeza de quien se encuentre en mejores condiciones de producirla. En este caso, la carga de probar recae sobre ambas partes, en especial sobre aquella más apta para aportarla al litigio<sup>1044</sup>. El *onus probandi* es entonces dinámico porque no se encuentra atado a principios rígidos, sino que todo dependerá de las circunstancias del caso concreto<sup>1045</sup>.

Ahora bien, de la lectura del segundo párrafo del artículo 53, ley 24.240, no surge claramente que se consagre este principio. Sólo se pone en cabeza del proveedor el deber de aportar al proceso todos los elementos de prueba que obren en su poder, conforme a las características del servicio prestado, y brindando, además, toda la colaboración necesaria para el esclarecimiento de la cuestión en litigio.

En este sentido, afirma Sáenz, en la obra citada, que:

*“... podemos afirmar que la disposición en comentario únicamente pone en cabeza del proveedor el deber de aportar al proceso los elementos de prueba que se encuentren en su poder —o deban estarlo—, pero no determina que recae sobre él la carga de producir la prueba pertinente. En consecuencia, no se trata de un supuesto de inversión de la carga de la prueba, sino, únicamente, de un deber agravado que se establece en cabeza del proveedor de bienes o servicios. Cabe destacar, asimismo, que —como lo veremos a continuación— el incumplimiento del deber de conducta y colaboración en materia probatoria no tiene como consecuencia la inversión de la carga de la prueba, sino que genera un indicio que permitirá al juez presumir el hecho invocado por el consumidor. En este sentido, cabe recordar que la configuración de presunciones judiciales no genera, de manera alguna, una inversión de la carga de la prueba, pues la parte demandada debe probar los mismos elementos que antes de producirse la presunción...”*

---

<sup>1044</sup> Lépori White, Inés, “*Cargas probatorias dinámicas*”, Editorial Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2004, pág. 60.

<sup>1045</sup> Sáenz, Luis, “*Distribución de la carga de la prueba en las relaciones de consumo*”, La Ley 2015-C, 512.

Por otro lado, no puede ser otro que el juzgador quien determine si el proveedor cumplió o no esta obligación, analizando las constancias de la causa y las pruebas aportadas.

Es que, como bien lo señalan Junyent Bas y Del Cerro en el artículo ya citado, la aplicación de las cargas probatorias dinámicas no exime al consumidor de “... *acreditar el daño, el defecto o deficiencia en la cosa o eventualmente la falta de información para contratar o adquirir un producto...*”. Este principio procesal se mantiene incólume<sup>1046</sup>.

De todas formas, en el ámbito específico del mercado de capitales, entiendo que, la concordancia de la norma del artículo 53, tercer párrafo, de la ley 24.240, con la del artículo 1.735, del Código Civil y Comercial, permite al juez exigir al demandado que presente la información que sea necesaria para demostrar la existencia de una información defectuosa en el prospecto<sup>1047</sup>.

Más allá de estas herramientas procesales, la cuestión sigue siendo dificultosa, pues, para poder pedir documentación o información, el inversor debe saber previamente qué está buscando, es decir, debe tener conocimiento de la existencia de una conducta dañosa por parte de la emisora del título, circunstancia que, como se dijo, un inversor común por lo general desconoce.

(3) La acción genérica de daños por información defectuosa en el prospecto emergente de la LGS y del Código Civil y Comercial.

En línea con lo sostenido anteriormente sobre la posibilidad subsistente de acudir al régimen común de la ley societaria y del Código Civil y Comercial, corresponde ahora analizar cómo sería concretamente ese régimen legal.

En este sentido, con anterioridad a la sanción del Decreto 677/2001, es decir, en

---

<sup>1046</sup> Cfr. Cámara de Apelaciones de Circuito de Santa Fe en autos “Santonja c. Atilio O. Salas Inmobiliaria SRL”, 27/10/2016; La Ley Online AR/JUR/107821/2016.

<sup>1047</sup> Inclusive el inversor podría solicitar al juez que exija la presentación de la documentación como medida preparatoria de la acción de daños. Lo ideal sería que, en esa misma medida, se pidiera a la CNV la remisión de cualquier sumario administrativo vinculado con la cuestión, pero el secreto bursátil lo impediría.



total ausencia de normas específicas sobre responsabilidad en el mercado de capitales, Paolantonio sostenía que, dado que el prospecto constituía una oferta de contrato, debía aplicarse a la información defectuosa en él contenida las normas sobre el dolo como vicio de los actos jurídicos que se encontraban en el Código Civil de Vélez Sársfield<sup>1048</sup>. El artículo 931, de dicho cuerpo legal, definía ese dolo como una acción para conseguir la ejecución de un acto mediante la aserción de lo que es falso o la disimulación de lo verdadero, o cualquier artificio, astucia o maquinación que se emplee con ese fin. Por su parte, el artículo 933 asimilaba en sus efectos la omisión dolosa a la acción dolosa cuando el acto no se hubiese realizado sin la reticencia u ocultación dolosa.

El autor citado comenta luego la distinción que hacía el Código Civil entre dolo principal y dolo incidental y las consecuencias de ambas especies, para, a continuación, criticar las limitaciones del dolo como recurso para sancionar las manifestaciones engañosas o inexactas. Así, se menciona el hecho de que es el inversor perjudicado quien debe probar la existencia del dolo y sus circunstancias, con las dificultades que esa prueba conlleva.

Por su parte, Giovenco analiza extensamente el régimen de derecho común aplicable a la información defectuosa contenida en el prospecto<sup>1049</sup>. El autor citado, partiendo de las normas del Código Civil de Vélez, entonces vigente, afirma que, en relación con el prospecto, puede hablarse de una responsabilidad precontractual y otra contractual. En el primer caso lo hace pese a reconocer que el referido es un documento con cláusulas claramente predisuestas<sup>1050</sup>. Sostiene en apoyo de su postura que indudablemente el inversor recibe un documento, el prospecto, así como información relativa al negocio que se le ofrece (adquisición de valores negociables). Esa entrega,

---

<sup>1048</sup> Paolantonio, Martín E., “Operaciones financieras...”, págs. 52 y ss.

<sup>1049</sup> Giovenco, Arturo C., “El prospecto...”, págs. 155 y ss.

<sup>1050</sup> Giovenco, Arturo, C. “El prospecto...”, págs. y ss. Parte de la doctrina nacional sostuvo que, en dicho tipo de contratos, donde no existen tratativas previas, no puede hablarse de responsabilidad precontractual (por ejemplo, Stiglitz, Rubén y Stiglitz, Gabriel, “Responsabilidad precontractual”, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1992, pág. 15). Hoy en día, se acepta la existencia de esa responsabilidad aún en los casos de contratos de adhesión, especialmente a partir del dictado de la ley 24.240 (cfr. su artículo 37, última parte).

afirma, constituye el primer paso en el proceso tendiente a la celebración del acto. De ahí que cabría hablar de responsabilidad precontractual al menos en dos casos: el retiro intempestivo de la oferta y el incumplimiento del deber de informar adecuadamente.

Actualmente, la ley 24.240 prevé expresamente el caso de los contratos de consumo, generalmente confeccionados con cláusulas predisuestas. Así, el último párrafo, del artículo 37, prevé:

*“En caso en que el oferente viole el deber de buena fe en la etapa previa a la conclusión del contrato o en su celebración o transgreda el deber de información o la legislación de defensa de la competencia o de lealtad comercial, el consumidor tendrá derecho a demandar la nulidad del contrato o la de una o más cláusulas. Cuando el juez declare la nulidad parcial, simultáneamente integrará el contrato, si ello fuera necesario.”*

Por otro lado, el tema ha recibido tratamiento también en el Código Civil y Comercial, en sus artículos 990 a 993. Especialmente el artículo 991 dispone:

*“Deber de buena fe. Durante las tratativas preliminares, y aunque no se haya formulado una oferta, las partes deben obrar de buena fe para no frustrarlas injustificadamente. El incumplimiento de este deber genera la responsabilidad de resarcir el daño que sufra el afectado por haber confiado, sin su culpa, en la celebración del contrato.”*

Del juego de normas mencionado, así como de otras normas concordantes tanto de la ley 24.240, como del Código Civil y Comercial, se puede inferir la existencia de una responsabilidad precontractual del emisor del prospecto que existirá en caso de violación del deber de buena fe o de informar adecuadamente al inversor<sup>1051</sup>. Salvo que la misma oferta prevea mecanismos de retractación tales como pérdida de vigencia en caso de no encontrar suscriptores en número suficiente, por ejemplo.

Está claro que esta responsabilidad existirá no sólo durante el período de vigencia del prospecto preliminar, que suele distribuirse a determinados inversores elegidos de

---

<sup>1051</sup> Coincido con Gioenco cuando afirma que este supuesto será más teórico que real puesto que la reticencia en la información será normalmente subsumida en la responsabilidad contractual posterior al adquirir el inversor los títulos objeto del prospecto (Gioenco, Arturo C., “*El prospecto...*”, pág. 160).

antemano, sino incluso al prospecto definitivo cuando, por ejemplo, se solicitase intempestivamente el retiro de la oferta pública. En este caso, el inversor podría reclamar el daño sufrido al evaluar una oferta que se revocó (gastos de asesoramiento, por ejemplo). Más difícil será demostrar un lucro cesante o la pérdida de chance.

En cuanto a la responsabilidad una vez concretado el negocio, antes de la sanción del Código Civil y Comercial, se suscitó la cuestión de la naturaleza de esa responsabilidad, si era contractual o extracontractual. Giovenco sostuvo que esa responsabilidad era contractual, a menos que la conducta del causante del daño calificara como un delito penal, en cuyo caso la responsabilidad sería extracontractual<sup>1052</sup>.

Por su parte, Paolantonio sostenía, respecto de la venta inicial, que, dado el carácter del prospecto como documento de venta u oferta, cabría considerar la responsabilidad como contractual, sin perjuicio de la aplicación del artículo 1.107, del viejo Código Civil. En cuanto a los adquirentes de títulos en el mercado secundario, la responsabilidad sería extracontractual<sup>1053</sup>.

La actual unificación de los ámbitos de responsabilidad torna en gran medida superflua la cuestión, aunque la identidad entre ambos regímenes no sea total (subsiste una diferencia en el criterio de apreciación de las consecuencias dañosas). De todas formas, desde un punto de vista puramente teórico, coincido con Paolantonio en que las operaciones con títulos propias de la colocación inicial generarán responsabilidad contractual, mientras que las del mercado secundario tendrán el carácter de extracontractual.

Así las cosas, en términos generales, los incumplimientos a los deberes de información materializados en el contenido del prospecto implicarán una violación al deber de buena fe prescripto por el artículo 961, del Código Civil y Comercial. Esta violación del deber de buena fe puede llegar hasta la configuración de un vicio en el consentimiento que forma el contrato<sup>1054</sup>. En este sentido, el artículo 272, del Código

---

<sup>1052</sup> Ídem, pág. 162.

<sup>1053</sup> Paolantonio, Martín E., “*Deber de información...*”, pág. 12.

<sup>1054</sup> Para accionar contra los administradores de la emisora, la víctima debería invocar la violación

Civil y Comercial, prescribe que, si el dolo es esencial, grave, determinante de la voluntad y causa un daño importante, produce la nulidad del contrato, siempre que no haya habido dolo de la otra parte<sup>1055</sup>. Ahora bien, la aplicación de este principio a una transacción del mercado de capitales resultará cuanto menos dificultosa. Si se trata de la colocación primaria, podría resultar más sencillo anular la operación. Pero las características ya señaladas de los mercados actuales harán las más de las veces imposible e incluso indeseable anular una transacción en el mercado secundario por dolo esencial en el prospecto. De ahí la conveniencia de la norma del artículo 128, de la LMC, que impide la anulación del acto cometido en infracción a sus normas. Cabría preguntarse si, al menos para el mercado secundario, esta norma no resulta de aplicación aun cuando se optase por accionar con base en el régimen de responsabilidad común<sup>1056</sup>.

Respecto de los demás elementos de la responsabilidad, entiendo que la antijuridicidad será en general cualquier violación a los deberes que impone la normativa del mercado de capitales, así como el incumplimiento al deber de buena fe establecido en el Código Civil y Comercial. En el caso de los administradores, habrá que invocar la violación a los deberes de lealtad y/o diligencia y/o la violación de las normas aplicables.

El daño en sí no presentará mayores dificultades, aunque deberá tenerse presente que aquí no existirán las limitaciones impuestas por la LMC, pudiendo el inversor reclamar no sólo la diferencia de precio entre lo pagado y el menor valor del título con posterioridad a la rectificación de la información, sino también el lucro cesante o la pérdida de la chance, siempre y cuando logre acreditar los extremos correspondientes. Naturalmente, la demostración de los requisitos para la procedencia de los dos rubros últimamente mencionados será dificultosa, especialmente la relación de causalidad con

---

de los deberes de diligencia o lealtad.

<sup>1055</sup> Podría haber dolo esencial en la preparación del prospecto cuando deliberadamente se consigna información inexacta o se omite información de una relevancia tal que el inversor no hubiera realizado la transacción de haberla conocido.

<sup>1056</sup> La respuesta debería ser afirmativa dado que puede considerarse que el artículo 128 resulta una norma aplicable a los mercados de capitales en general, con independencia del tipo de acciones por daños que se interpongan.

la conducta dañosa<sup>1057</sup>.

Otra cuestión interesante es analizar si puede reclamar indemnización el inversor que se abstuvo de realizar una transacción en base a un prospecto que contenía información defectuosa. La LMC lo excluye del elenco de legitimados activos, pero, por las normas de responsabilidad societaria y del Código Civil y Comercial, nada impediría la viabilidad de ese reclamo. De todas maneras, el supuesto será totalmente excepcional, amén de que la prueba (a cargo del inversor) de que la decisión negativa de inversión se basó en el prospecto resultará harto difícil.

En esta línea, el inversor también deberá demostrar la relación de causalidad entre el daño sufrido y la conducta dañosa que, en este régimen común de responsabilidad, no se presumirá. Conforme sostiene Giovenco, el damnificado deberá acreditar (además del daño y su extensión) que tomó su decisión en base a lo informado en el prospecto y que la rectificación de esa información o el conocimiento del mercado de la inexactitud de ella provocaron la baja en la cotización del título adquirido<sup>1058</sup>.

Finalmente, el factor de atribución cuando se acude al régimen general de responsabilidad societaria y del Código Civil y Comercial será siempre subjetivo, debiendo el inversor demostrar la culpa o el dolo del causante del daño<sup>1059</sup>. Dadas las

---

<sup>1057</sup> El inversor podría alegar, por ejemplo, que, por adquirir los títulos objeto del prospecto defectuoso dejó de realizar otra operación más ventajosa. Empero, aquí será de aplicación la doctrina general sobre prueba en materia de lucro cesante. No será suficiente una mera alegación, si no que el demandante deberá acreditar acabadamente la existencia de una operación concreta que se dejó de realizar. En cuanto a la pérdida de la chance, también habrá que estar a lo que se exige normalmente en estos casos. Cabría preguntarse si sería útil aquí la jurisprudencia francesa que suele conceder reclamos por pérdida de chance en estos casos. Entiendo que la respuesta debe ser negativa, pues lo que los jueces franceses indemnizan cuando hablan de pérdida de chance es una posibilidad abstracta de no poder acudir al mercado a realizar otras operaciones, es decir, la reparación se asemeja más a un daño moral que a un daño emergente.

<sup>1058</sup> Giovenco, Arturo C., “*El prospecto...*”, págs. 173 y ss. Inclusive los inversores que se abstuvieron de operar podrían constituirse como una clase a los efectos de iniciar una acción colectiva.

<sup>1059</sup> No coincido con Paolantonio quien parece sostener que el factor de atribución será siempre el dolo (Paolantonio, Martín E., “*Operaciones...*”, pág. 61 y, también, “*Deberes...*”, pág. 5). En el caso de los directores de sociedades anónimas emisoras la culpa, especialmente *in vigilando*, será muy frecuentemente el factor de imputación de responsabilidad, dado que raramente los administradores se

dificultades que importa la demostración de la culpa o el dolo, cabe preguntarse si en este caso no resulta aplicable lo ya señalado sobre la culpa de los directores *in re ipsa*. Entiendo que ello sería plenamente aplicable en el caso de violaciones a deberes legales expresos, de contenido concreto, tales como la omisión lisa y llana de elaborar un prospecto o la omisión de partes sustanciales del mismo, como la información contable, o en el caso de inexactitudes groseras en la información. En estos casos, al inversor perjudicado le bastará acreditar la existencia de esa violación a la ley, a partir de lo cual se presumirá la culpa de los directores<sup>1060</sup>.

En conclusión, el recurso al régimen de responsabilidad común de la LGS y del Código Civil y Comercial presentará al inversor la ventaja de intentar una reparación integral de su perjuicio, pero, a la vez, implicará una mayor y más dificultosa carga probatoria.

#### (4) Otras operaciones en infracción.

Además de las normas de los artículos 119 a 124, la LMC contiene normas sobre otras posibles acciones de responsabilidad en los artículos 125 a 127.

En este sentido, el artículo 125 dispone:

*“Responsabilidad. Sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos anteriores, toda persona que opere en un mercado autorizado, en violación a los deberes impuestos en este título, será responsable por el daño causado a todas aquellas personas que contemporáneamente con la compra o venta de los valores negociables objeto de dicha violación, hayan comprado o vendido siempre que la violación esté basada, según corresponda, en la venta o compra de aquellos instrumentos o que vieran afectado un derecho, renta o interés, como consecuencia o en ocasión de la violación de deberes*

---

dedicarán a elaborar personalmente el prospecto (en igual sentido, Giovenco, Arturo C. “*El prospecto...*”, pág. 175).

<sup>1060</sup> En el caso de violación de deberes legales expresos, pero de contenido genérico, tales como el de suministrar información veraz, la existencia de una presunción de culpa será más dudosa, máxime existiendo un régimen específico de presunción de culpa como lo es el de la LMC que el inversor deliberadamente declinó utilizar en aras de una reparación integral.

*aludida.”*

El título a que alude la norma es el Título III “Oferta Pública” de manera que todas las infracciones allí contenidas resultarán incluidas.

El artículo establece una acción de daños en favor del inversor que compra o venda títulos y que haya sufrido un daño como consecuencia o en ocasión de una violación a deberes regulados en el Título III.

Por su parte, el artículo 126 prescribe una indemnización limitada al diferencial de precio positivo obtenido o la pérdida evitada en la transacción objeto de la infracción, siempre que no se configure alguno de los delitos contenidos en los artículos 307 a 310, del Código Penal. Esta última aclaración resulta curiosa pues parece establecer que, en caso de delito penal, la indemnización no estará limitada. Sin embargo, no existe norma similar para el caso de información defectuosa en el prospecto.

Tampoco se establece aquí ninguna presunción de causalidad o de culpa, como en el caso de los prospectos, por lo que habrá que estar al régimen común de responsabilidad. Siendo así, no parece lógica la limitación de indemnización, pues no conlleva ninguna ventaja probatoria.

En conclusión, la acción a que dan lugar estos artículos resulta tan genérica que, salvo por lo dispuesto en la indemnización<sup>1061</sup>, le serán aplicables las normas societarias y las del Código Civil y Comercial, con las consiguientes dificultades probatorias ya expresadas. Hubiese sido deseable una regulación más minuciosa de estos supuestos que pueden resultar muy frecuentes, sobre todo en el caso de información defectuosa suministrada por la emisora al mercado por fuera del prospecto (hechos relevantes), que puede afectar gravemente a los inversores. Esa regulación debiera incluir también una presunción de causalidad, como en los casos de responsabilidad por información en el prospecto que justifique el recurso a una indemnización limitada.

##### 5.- Conclusiones.

---

<sup>1061</sup> Careciendo de sentido la limitación de responsabilidad como ya se dijo, se hace más dudosa su utilidad e incluso su constitucionalidad.

La regulación actual de la responsabilidad civil por daños bursátiles, si bien representa un gran avance en relación con la total ausencia de normas bajo la vieja ley 17.811, es pasible de sustanciales mejoras.

En particular, resulta incompleta dicha regulación al dejar prácticamente fuera los daños causados por operaciones en el mercado secundario, sin relación con los prospectos, tales como la información falsa o engañosa informada periódicamente por las emisoras al mercado o la omisión de informar hechos relevantes.

El recurso a la vía del Código Civil y Comercial, si bien permite reclamar un resarcimiento integral, presenta importantes obstáculos, especialmente probatorios, para el inversor perjudicado.

De ahí que resulte necesario una reforma legislativa que no sólo mejore la actual regulación, si no que incorpore un tratamiento más completo del complejo panorama de daños que pueden ocasionarse en los mercados de capitales.

En lo que es materia de esta obra, considero que la LMC debería contener una sección específica sobre acciones de daños y perjuicios en cabeza de los inversores. En dicha sección debería preverse la existencia de una acción por daños causados por información inexacta contenida en un prospecto, otra por daños causados por manipulación o engaño en el mercado y otra por daños causados por quien opera con títulos valores en infracción a las regulaciones del mercado de capitales.

Tal vez la modificación más importante consistiría en agregar una sección en que se regulase una acción civil por daños causados por alguna de las conductas mencionadas en los párrafos b) y c), del artículo 117, esto es, manipulación del mercado, conductas fraudulentas o engañosas, suministro de información falsa o engañosa, omisión de suministrar información relevante y realización de operaciones en violación a las normas sobre oferta pública. La fuente debería ser el artículo 10, de la Ley de Mercados de Valores de 1934, de los Estados Unidos, así como la regulación 10b-5, de la SEC, aunque con algunas adaptaciones a nuestra realidad.

Considero que con las aludidas reformas se brindaría a los inversores una herramienta eficiente, ágil y práctica con la que puedan hacer valer sus derechos y, con ello, se mejoraría uno de los elementos esenciales de todo mercado de capitales: la



confianza.

También podría complementarse dicha herramienta con una modificación a los artículos 27 y 139, de la LMC, de manera de permitir a los inversores damnificados el acceso (al menos *ad effectum videndi* y en el marco de un proceso judicial) a los expedientes de investigaciones por conductas contrarias a la transparencia que inicie la CNV, así como también la posibilidad de que los jueces civiles que conozcan en acciones por daños reguladas en la LMC puedan solicitar copia de dichos expedientes, en ambos casos bajo estricta reserva de guardar secreto sobre dichas actuaciones.

## CONCLUSIONES GENERALES

### 1.- Introducción.

A lo largo de esta obra, he tratado de analizar el régimen de responsabilidad civil de los directores de sociedades anónimas cotizadas por la información que brindan al mercado.

A ese fin, me ha parecido importante brindar una visión del régimen legal del directorio de la sociedad anónima, así como del mercado de capitales. Esta visión ha incluido no sólo la regulación existente en la Argentina, sino que he considerado interesante confrontar esa regulación con la vigente en otros países. Concretamente, he elegido, por un lado, un país de la Europa continental, cercano a la tradición argentina, como Francia, pero también con una fuerte impronta comunitaria que lo acerca a las restantes naciones de la Unión Europea (España e Italia, especialmente). No he creído conveniente incluir una reseña histórica de la evolución del derecho societario francés dado que, si bien resultaría útil para comprender desde dónde parte y las razones de su régimen actualmente vigente, configuraría un desvío innecesario del tema central de la obra.

Por otro lado, ha resultado ineludible la referencia al derecho de los Estados Unidos de América, lugar del mundo en el que más se ha desarrollado el mercado de capitales y, paralelamente, su regulación legal y jurisprudencial. En este caso sí he considerado indispensable incluir una parte histórica que, tal vez, no resulta tan conocida en la Argentina, y que facilita el estudio del sistema societario y de mercado de capitales vigente en aquel país, el que, no pocas veces, ha servido de modelo para la legislación argentina. En una gran medida, como se ha tenido ocasión de ver, la evolución del sistema estadounidense, los problemas que tuvo y tiene que enfrentar y las soluciones que ha ido adoptando a lo largo del tiempo han marcado también el ritmo de los desarrollos mundiales en la materia, aunque siempre con las particularidades de un sistema societario anglosajón. Particularmente, el movimiento de gobierno corporativo, las prácticas empresariales sustentables, la actuación de los inversores institucionales, el activismo de los accionistas, el creciente control sobre la actuación y las remuneraciones de los administradores, entre otras características que han encontrado un fuerte impulso en aquél

país, han influenciado enormemente la forma de administrar las empresas en todo el mundo.

Entiendo que este marco histórico y legal brinda un contexto necesario para entender los mecanismos de la responsabilidad civil en los países mencionados y en la Argentina. Específicamente, se advierte el contraste entre la regulación societaria, en que prima el objetivo de favorecer el tráfico mercantil, sin descuidar por ello la protección de los terceros, y el régimen de los mercados de capitales, cuyo propósito esencial es la protección de los inversores. Estos intereses contrapuestos deben necesariamente armonizarse a la hora de analizar la responsabilidad civil de los directores.

Del análisis de los sistemas europeo y estadounidense se advierte una confluencia que ya fuera apuntada en la introducción a esta obra. Si bien Europa mantiene una importante tradición de mayor control sobre las sociedades en general con respecto a la de la mayoría de los estados de la Unión, especialmente de Delaware caracterizado por una gran flexibilidad, en el ámbito específico de las sociedades cotizadas la mencionada flexibilidad se transforma en un fuerte control estatal federal no emergente de las normas societarias propiamente dichas (de competencia propia de cada estado), sino de la legislación federal sobre mercados de capitales. Así, el régimen de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos se acerca en gran medida al de Europa, con la salvedad de las cuestiones estrictamente societarias, propia de las leyes estatales.

## 2. La regulación de los mercados.

En lo que respecta a los mercados de capitales, se advierte en Francia una importante regulación legal, con control estatal, tanto a nivel nacional, como europeo, y una clara tendencia a la armonización legislativa de origen comunitario.

Esta tendencia, especialmente fuerte en el derecho de los mercados de capitales, implica una similitud importante de regulaciones entre los distintos países europeos, aunque con las particularidades propias de cada uno. Las crisis sistémicas ocurridas en lo que va del presente siglo han condicionado asimismo el ritmo de la tarea legislativa de los estados no sólo a nivel europeo, sino también mundial. En general, se advierte la inclinación a una regulación más fuerte y a un aumento del control estatal en materia de prevención de crisis, así como una tendencia a la simplificación y unificación de los sistemas de negociación de valores negociables con el fin de crear mercados totalmente integrados e informatizados, pero siempre dentro de la órbita del control del estado. La

idea a este respecto es que haya cada vez menos margen para la existencia de sistemas de negociación fuera de control, dejando siempre a salvo las transacciones puramente bilaterales. Francia, y Europa en general, han ido evolucionando hacia la centralización de los sistemas de transmisión de órdenes de mercado, lo que, como se ha visto, trae importantes consecuencias a la hora de analizar la responsabilidad civil de los participantes.

En los Estados Unidos, el sistema federal de los mercados de capitales también comprende un fuerte control del estado, a través de la SEC, a la vez que reconoce como su pilar el concepto de suministro pleno de información (*full disclosure*). Mientras que los sujetos incluidos en el régimen se atengan a los deberes de proveer la información exigida por la regulación federal, de manera veraz y completa, se entenderá que dicha información resulta accesible a todos los participantes en el mercado y que éstos podrán tomar adecuadamente sus decisiones de inversión. Es el modelo de competencia perfecta en los mercados.

En este sentido, más allá de las muchas críticas que se han hecho a esta concepción, especialmente desde la economía conductual, lo cierto es que la jurisprudencia y la doctrina en dicho país, así como su autoridad regulatoria, siguen teniendo como faro esta idea, lo que luce razonable en la medida en que se tenga conciencia de que dicha idea constituye una meta que nunca se alcanzará del todo.

Por otro lado, la fe en la información es una noción también en crisis no sólo desde el punto de vista económico o jurídico, sino también cultural. Cada vez menos personas leen realmente la información a la que tienen acceso, en parte por el aluvión de datos que sufren las sociedades actuales, en parte también por la pérdida de los hábitos de lectura y la presencia de la cultura de lo instantáneo y lo superficial. De ahí también que algunas regulaciones legales y cierta jurisprudencia (al menos en los Estados Unidos) se muestren relativamente indulgentes a la hora de exigir a los funcionarios de una sociedad estar al tanto de la totalidad de la información brindada a los mercados<sup>1062</sup>.

Los escándalos financieros de este siglo XXI han mostrado las debilidades del

---

<sup>1062</sup> Recuérdese a este respecto la doctrina sentada por la Corte Suprema de Justicia estadounidense en el caso “BarChris” sobre la graduación de la responsabilidad. También el recordado precedente de la Sala B, de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, “SA Compañía Azucarera Tucumana” el que, sin embargo, no fue seguido ni por la jurisprudencia, ni por la doctrina.

sistema y la respuesta legislativa a dichos escándalos ha sido una mayor regulación y control estatal, no siempre con resultados eficaces, especialmente en la prevención de nuevas crisis<sup>1063</sup>.

Más allá de estas debilidades, es innegable que los mercados de valores de los Estados Unidos son probablemente los más eficientes del mundo, lo que demuestra que, pese a sus fallas, el sistema regulador ha funcionado aceptablemente bien, al punto de ser imitado en muchos países, incluyendo a la Argentina.

Otra característica del sistema legal de los mercados en los Estados Unidos es la existencia de numerosas regulaciones, a veces aparentemente superpuestas, que hacen imposible su análisis por personas no especializadas, lo que contribuye no poco a la debilidad de ciertos inversores, especialmente los medianos y pequeños<sup>1064</sup>. Como se dijo, estas dificultades de interpretación han contribuido a crear una clase de abogados y otros profesionales altamente especializados en estos temas cuya consulta se hace prácticamente ineludible a la hora de operar en los mercados, pero cuyo costo resulta muy difícil de afrontar por aquellos inversores. Esto también ha provocado la aparición de sistemas de inversión bursátil a través de Internet accesibles a cualquier persona muchas veces sin la intermediación de un agente, lo que ha originado la intervención estatal para sancionar y prevenir los posibles abusos. La última manifestación de estos intentos es la inversión en criptoactivos, generalmente al margen de los mercados y de toda regulación legal precisamente por la ausencia de normas específicas sobre el tema. En los Estados Unidos, existe una demanda creciente de los distintos sectores que participan en los mercados para que la SEC establezca un régimen en tal sentido. Si bien al principio con algunas vacilaciones, el organismo regulador considera actualmente que la mayoría de las ofertas de inversión en criptoactivos se encuentran incluidas en las normas sobre títulos valores, aunque siguen sin existir normas concretas que las regulen<sup>1065</sup>.

---

<sup>1063</sup> En última instancia, resulta difícil imaginar un régimen legal o control estatal que sea capaz de evitar cualquier violación legal. Se necesita un cambio cultural que, acompañado de una apropiada regulación, y un eficiente control estatal y jurisprudencial, incentive comportamientos éticos en el ámbito empresarial, no solamente en los Estados Unidos, sino en el mundo en general.

<sup>1064</sup> Este problema no es exclusivo de los Estados Unidos. En Francia y otros países europeos también existe una profusa y detallada reglamentación conocida en general sólo por los expertos.

<sup>1065</sup> En fecha muy reciente, año 2022, diversos estados han iniciado acciones legales contra

En lo que respecta a la Argentina, la LMC (siguiendo la anterior ley 17.811) adopta también el sistema de mercados privados, con fuerte control estatal y el deber de suministro de información, como concepto básico, siguiendo en esto al modelo estadounidense. A partir de los años noventa, la CNV intentó una modernización del régimen legal, emitiendo una serie de resoluciones generales, que terminaron siendo abarcadas por el decreto 677/2001, de dudosa constitucionalidad. Esta modernización tendió a asignarle un rol menos decisivo a la CNV y a incrementar la autonomía de los mercados a partir del concepto de autorregulación. La LMC dio marcha atrás con esta evolución, eliminando la autorregulación y volviendo a fortalecer el papel del organismo estatal.

Por otro lado, la Argentina no ha quedado ajena a los cambios en la operatoria en los mercados, lo que ha llevado a un cambio de paradigma, pasando de un sistema basado en negociaciones bilaterales y en precios a uno multilateral y centralizado por órdenes.

De todas maneras, el mercado de capitales argentino, especialmente el de acciones, ha sido históricamente muy reducido en cuanto a las sociedades emisoras y a los volúmenes negociados<sup>1066</sup>. Entre las causas del escaso desarrollo del mercado de capitales nacional pueden mencionarse muchas, como las variables macroeconómicas desfavorables y la falta de conocimiento por parte de los inversores, pero sin duda un adecuado régimen legal, especialmente en lo tocante a la protección de los inversores, juega un papel importante para brindar confianza y seguridad en las operaciones. Específicamente, una apropiada regulación de la responsabilidad civil de los participantes en los mercados puede constituir una herramienta útil para generar esa confianza y esa seguridad.

### 3.- La responsabilidad civil.

Como se ha visto, Francia no posee una regulación específica de la responsabilidad civil en el mercado de capitales, debiendo aplicarse el régimen común de

---

oferentes de criptoactivos por no estar registradas como títulos valores bajo sus respectivas leyes estatales. Recuérdese que los estados emiten también normas sobre mercados de capitales que son de aplicación especialmente cuando el título en cuestión no tiene una trascendencia federal (cfr. noticia aparecida en el sitio [www.lexology.com](http://www.lexology.com), newsletter del día 5/10/2022).

<sup>1066</sup> Aunque el segmento de títulos de deuda ha representado una alternativa válida de financiamiento para las empresas, especialmente las pequeñas y medianas.

su Código Civil. De esta manera, ha sido la jurisprudencia la que ha debido moldear una doctrina que pueda aplicarse a la reparación de los daños bursátiles.

No obstante, los fallos dictados son escasos si se los confronta con la importancia de los mercados de capitales franceses, más aún si se los compara con los emitidos en los Estados Unidos. Múltiples son las causas de este poco desarrollo, pero la ausencia de normas específicas es evidentemente una de ellas.

Concretamente, la falta de criterios claros sobre cómo se configuran los presupuestos de la responsabilidad (nexo de causalidad y factor de atribución, especialmente) y sobre los métodos de determinación y cuantificación de los daños bursátiles, sumado a obstáculos procesales que tornan dificultoso el acceso a una sentencia de reparación, conspiran contra una toma de conciencia en el público inversor sobre sus derechos y, paralelamente, atenúan el efecto disuasorio sobre los potenciales infractores a las normas bursátiles. De ahí que la doctrina francesa pregone la necesidad de un régimen legal especial.

En cuanto a los Estados Unidos, es indudable que es el país que más ha logrado establecer una sólida reglamentación de la responsabilidad civil en los mercados y una consistente interpretación jurisprudencial de ella basada en numerosos fallos judiciales.

Es más, el sistema de responsabilidad así configurado, ejercido casi en exclusividad por la jurisdicción federal, constituye un importante factor regulador de los mercados, tanto por su efecto resarcitorio, como por su incidencia disuasoria sobre los participantes en ellos. En general, el regulador estadounidense ha debido limitar los excesos de litigiosidad, especialmente en relación con las acciones de clase, más que incentivar su desarrollo, circunstancia que demuestra que los inversores son conscientes de poseer un fuerte instrumento para obtener el resarcimiento de los perjuicios que hayan sufrido, como así también para limitar el poder de los administradores de las sociedades cotizadas, y que ese instrumento funciona satisfactoriamente, al menos en general.

De todas formas, como ya se dijo, las crisis de los años 2001 y 2008/2010 vinieron a recordar que el sistema también tiene sus fallas y debilidades, pero aun así el mercado de capitales estadounidense ha demostrado ser resiliente a esas crisis y sigue gozando de un liderazgo mundial en cantidad de emisoras y volúmenes negociados.

Por otro lado, las referidas crisis pusieron una vez más sobre el tapete la sempiterna discusión entre liberales, que sostienen que una mayor regulación legal sólo

trae un aumento de los costos y no impide la ocurrencia de las crisis, y aquellos, especialmente los gobiernos y el ente regulador, que han reaccionado a los escándalos con un endurecimiento de las exigencias legales.

Esta tensión entre posturas antagónicas se ha resuelto, al menos por ahora, en favor de los partidarios de una mayor regulación, atento, como se dijo, a la robustez que sigue teniendo el mercado de capitales de los Estados Unidos. Un factor no menor en esa robustez es la existencia, precisamente, de un eficaz sistema de responsabilidad civil basado en una serie de acciones civiles por daños, y una sólida jurisprudencia dictada en su consecuencia.

Finalmente, en lo que respecta a la Argentina, cabe poner de resalto que la LMC ha supuesto una mejora sustancial respecto de lo normado en la anterior ley 17.811, en lo que se refiere a la responsabilidad civil, consagrando legislativamente, dicho sea de paso, lo establecido por el decreto 677/2001, cuya validez constitucional fuera puesta en entredicho.

El actual régimen resulta, sin embargo, susceptible de mejoras, en parte por resultar incompleto (pues no contempla una regulación eficaz de la responsabilidad por daños causados por información falsa o engañosa o por omisión de información relevante no contenida en un prospecto), en parte por adolecer de cierta confusión.

Este trabajo ha intentado demostrar, entre otras circunstancias, que la redacción de los artículos 117 y 118, de la LMC, especialmente en cuanto a la acción de recupero legislada en la última norma mencionada, puede ser mejorada en aras de brindar mayor claridad.

Por otro lado, se ha señalado que la caracterización de los responsables a tenor de los artículos 119 y 120, de la LMC, como responsables directos o indirectos se presta a confusión, dado que, en todos los casos, la responsabilidad será directa por el hecho propio y no por el hecho de un tercero. Asimismo, se ha mencionado que sería deseable que otros responsables, como los meros mandatarios firmantes de un prospecto, tuvieran la posibilidad de liberarse de responsabilidad demostrando su falta de culpa, a semejanza de lo estatuido para los agentes intermediarios.

En otro sentido, se ha señalado que la acción regulada en el artículo 125 resulta vaga y poco clara, siendo especialmente cuestionable la indemnización tarifada prevista en el artículo 126, atento no existir ventaja probatoria alguna.



Justamente, la existencia de una indemnización tarifada, tanto para la acción prevista en el artículo 119 y siguientes, como para la del artículo 125, permite sostener la posibilidad del recurso a la vía del derecho común, es decir, la legislada en la LGS y el Código Civil y Comercial, dado que considero que dicha tarifación tiene como contrapartida una regulación más favorable para el inversor, por lo que nada impide que éste renuncie a dichas ventajas y opte por un camino más arduo, pero con la posibilidad de obtener una reparación integral.

Importante para arribar a esta conclusión es la doctrina de la Corte Suprema de Justicia de la Nación surgida de diversos fallos señeros en los que tuvo ocasión de confrontar los sistemas de indemnización de los accidentes y enfermedades del trabajo con la exigencia constitucional de la reparación integral, inclinándose siempre por proteger este principio frente a aquellos sistemas.

De todas maneras, el recurso a la vía del derecho común implicará la existencia de obstáculos de consideración para el inversor dañado, especialmente en lo atinente a la prueba de la relación de causalidad.

En este sentido, se sugiere una reforma legislativa a la LMC que no sólo subsane los inconvenientes observados en el actual régimen, sino que también incluya una regulación más amplia de los daños bursátiles.

Como Anexo I, se adjunta una propuesta de regulación legal.

**ANEXO I**

**PROPUESTA DE REGULACIÓN LEGAL**

- Propuesta de regulación legal.

Dadas las limitaciones de la regulación contenida en la LMC, entiendo que resultaría deseable una regulación más adecuada no sólo de los daños causados por un prospecto, sino de todos los daños bursátiles.

En lo que es materia de esta obra, considero que la LMC debería contener una sección específica sobre acciones de daños y perjuicios en cabeza de los inversores. En dicha sección debería preverse la existencia de una acción por daños causados por información inexacta contenida en un prospecto, otra por daños causados por manipulación o engaño en el mercado y otra por daños causados por quien opera con títulos valores en infracción a las regulaciones del mercado de capitales.

Entiendo que dichas normas podrían estar incluidas en el actual capítulo VI, de la LMC, titulado “Acciones y sanciones por conductas contrarias a la transparencia”, y podría estar redactadas de la siguiente manera:

“Capítulo VI

Conductas contrarias a la transparencia. Responsabilidad. Acciones

Sección I

Conductas contrarias a la transparencia

Artículo 117

a) Abuso de información privilegiada. Los directores, miembros del órgano de fiscalización, accionistas, representantes de accionistas y todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora o entidad registrada, por sí o por persona interpuesta, así como los funcionarios públicos y aquellos directivos,

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

b) Manipulación y engaño. Los emisores, agentes registrados, inversores o cualquier otro interviniente o participante en los mercados autorizados deberán abstenerse de realizar, por sí o por interpósita persona, en ofertas iniciales o mercados secundarios, prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables, alterando el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda. Asimismo, dichas personas deberán abstenerse de incurrir en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados, en relación con la compra o venta de cualquier valor negociable en la oferta pública, ya sea mediante la utilización de artificios, declaraciones falsas o inexactas o en las que se omitan hechos esenciales o bien a través de cualquier acto, práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado.

A los efectos de la determinación de la sanción de aquellas conductas descriptas, la Comisión Nacional de Valores considerará como agravante si la conducta sancionada fuere realizada por el accionista de control, los administradores, gerentes, síndicos de

todas las personas sujetas a la fiscalización de la Comisión Nacional de Valores o funcionarios de los órganos de control;

c) Prohibición de intervenir u ofrecer en la oferta pública en forma no autorizada.

Toda persona humana o jurídica que intervenga, se ofrezca u ofrezca servicios en la oferta pública de valores negociables sin contar con la autorización pertinente de la Comisión Nacional de Valores, será pasible de sanciones administrativas sin perjuicio de las sanciones penales que correspondan.

#### Artículo 118

##### Acción de recupero

a) Sin perjuicio de las responsabilidades administrativa o penal que correspondan, la sociedad emisora de los valores negociables tendrá una acción contra los sujetos incurso en la conducta mencionada en el artículo 117 a) para reclamar el diferencial de precio positivo obtenido por éstos en relación con cualquier operación efectuada con dichos valores negociables dentro de un período de seis (6) meses. Si la sociedad emisora omitiese iniciar la acción o no lo hiciera dentro de los sesenta (60) días de ser intimada a ello, o no la impulsara diligentemente después de dicha intimación, la acción podrá ser iniciada o impulsada por cualquier accionista. En este último caso la acción será acumulable a la de responsabilidad prevista en el artículo 276, de la ley 19.550 de sociedades comerciales (t.o. 1984) y sus modificaciones, sin que sea necesaria previa resolución asamblearia.

b) Esta acción prescribirá a los tres (3) años contados a partir de que se conociese la conducta infractora.

## Sección II

### Responsabilidad por prospectos

#### Artículo 119

#### Acción de daños y perjuicios

a) Sin perjuicio de las responsabilidades administrativa y penal que correspondan, los emisores de valores negociables, juntamente con los integrantes de sus órganos de administración y fiscalización, en su caso, otros oferentes de valores negociables con relación a la información vinculada a los mismos, las entidades y agentes intermediarios en el mercado que participen como organizadores o colocadores en una oferta pública de venta o compra de valores negociables y los expertos o terceros que opinen sobre ciertas partes del prospecto, serán responsables civilmente por toda la información incluida en los prospectos registrados ante la Comisión Nacional de Valores en que hayan intervenido o en la oferta relacionada con dichos prospectos en que hayan participado.

b) Los apoderados especiales que firmen un prospecto, y no resulten incluidos entre los sujetos mencionados en el párrafo a) anterior, serán responsables por la información allí contenida, salvo que demuestren que revisaron diligentemente el contenido del prospecto.

c) Las entidades y agentes intermediarios en el mercado que participen como organizadores o colocadores en una oferta pública de venta o compra de valores negociables podrán liberarse también de responsabilidad acreditando que revisaron diligentemente la información contenida en los prospectos de la oferta.

d) Los expertos o terceros mencionados en el párrafo a) anterior serán responsables sólo por la parte de la información del prospecto sobre la que hayan emitido opinión.

## Artículo 120

### Legitimación y carga probatoria

a) Tendrán legitimación para iniciar la acción prevista en el artículo anterior los compradores o adquirentes por cualquier título de los valores negociables con oferta pública ofrecidos mediante el respectivo prospecto, sea en el mercado primario o en el secundario, debiendo probar la existencia de un error u omisión de un aspecto esencial en la información relativa a la oferta. A tal fin, se considerará esencial aquella información que un inversor común hubiere apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores negociables ofrecidos. Probado que sea el error u omisión esencial, salvo prueba en contrario aportada por el emisor u oferente, se presume la relación de causalidad entre el error o la omisión y el daño generado, excepto que el demandado demuestre que el inversor conocía el carácter defectuoso de la información.

b) En el caso de tratarse de una operación realizada en el mercado secundario, el inversor perjudicado deberá demostrar que los valores negociables adquiridos son los mismos o tienen relación con los ofrecidos mediante el prospecto.

## Artículo 121

### Indemnización

a) El monto de la indemnización no podrá superar la pérdida ocasionada al inversor referida a la diferencia entre el precio de compra o venta fijado en el prospecto

y/o efectivamente pagado o percibido por el inversor, y la cotización del título respectivo al momento de la presentación de la demanda o, en su caso, el precio de su enajenación por parte del inversor antes de la demanda o después de ésta pero antes de la sentencia.

b) El inversor siempre conserva las acciones que le pudieran corresponder por aplicación de las normas sobre responsabilidad civil contenidas en el Código Civil y Comercial y/o la Ley General de Sociedades, 19.550 (t.o. 1984), en cuyo caso no regirán las normas sobre carga probatoria e indemnización contenidas en esta Sección.

#### Artículo 122

##### Solidaridad

La responsabilidad entre los infractores tendrá carácter solidario. El régimen de contribuciones o participaciones entre los infractores, siempre que no hubiere mediado dolo, se determinará teniendo en cuenta la actuación individual de cada uno de ellos y el grado de acceso a la información errónea u omitida.

#### Artículo 123

##### Prescripción

La acción por daños regulada en esta sección prescribe a los tres (3) años de haberse advertido por parte del actor el error u omisión en el referido prospecto.

#### Sección III

Responsabilidad civil por manipulación, información defectuosa o conductas engañosas o en contravención con las normas sobre oferta pública

#### Artículo 124



### Acción de daños y perjuicios

Sin perjuicio de las responsabilidades administrativa y penal que correspondan, cualquier persona que, directa o indirectamente, en el marco de la compra o venta de cualquier valor negociable, en violación de esta ley, su reglamentación o cualquier norma de la Comisión Nacional de Valores, incurra en alguna de las conductas mencionadas en los párrafos b) y c), del artículo 117, será responsable civilmente por los daños y perjuicios causados.

### Artículo 125

#### Legitimación y carga probatoria

a) Tendrá acción para iniciar la acción prevista en el artículo anterior cualquier persona que haya comprado, o adquirido por cualquier título, o vendido, un valor negociable en el mercado primario o en el mercado secundario.

b) Estará a cargo de quien acciona demostrar la violación a las normas sobre oferta pública, la manipulación, la conducta fraudulenta o engañosa o el carácter falso o engañoso de un aspecto relevante de la información brindada o la omisión de brindar información relevante. Probada la existencia de la conducta antijurídica, se presumirá que el accionante ha basado su decisión de inversión en dicha conducta, salvo que el demandado demuestre lo contrario. A los efectos de este apartado, se considerará información relevante la definida en el artículo 120, apartado a).

c) Asimismo, acreditada alguna de las conductas mencionadas en el párrafo b) anterior, así como el daño originado, se presumirá la existencia de una relación de causalidad con dicho daño, salvo prueba en contrario.

## Artículo 126

### Indemnización

a) El monto de la indemnización no podrá superar la diferencia entre el precio de compra pagado o de venta percibido y la cotización promedio del valor negociable en cuestión durante un período de noventa días a partir de que el mercado conoció la existencia de la conducta dañosa. Si durante ese período el inversor perjudicado vende o recompra los valores negociables, el período antes mencionado se contará hasta la fecha de la venta o recompra.

b) El inversor siempre conserva las acciones que le pudieran corresponder por aplicación de las normas sobre responsabilidad civil contenidas en el Código Civil y Comercial y/o la Ley General de Sociedades 19.550 (t.o. 1984), en cuyo caso no regirán las normas sobre carga probatoria e indemnización contenidas en esta Sección.

## Artículo 127

### Solidaridad

La responsabilidad entre los infractores tendrá carácter solidario. El régimen de contribuciones o participaciones entre los infractores, siempre que no hubiere mediado dolo, se determinará teniendo en cuenta la actuación individual de cada uno de ellos y el grado de acceso a la información errónea u omitida.

## Artículo 128

### Prescripción

La acción contemplada en esta Sección prescribirá a los tres años de la toma de

conocimiento por parte del damnificado de la existencia de la conducta dañosa.

#### Sección IV

#### Disposiciones comunes

#### Artículo 129

#### Cláusulas limitativas de responsabilidad

Será nula cualquier cláusula, convenio o acuerdo que implique una renuncia a cualquier derecho o acción bajo este Capítulo o que limite o libere anticipadamente de responsabilidad a cualquiera de los sujetos responsables allí enumerados, sin perjuicio de la validez de acuerdos transaccionales judiciales o extrajudiciales siempre que cuenten con una contraprestación razonable según las circunstancias.

#### Artículo 130

#### Responsabilidad de las personas controlantes

Cualquier persona humana o jurídica que sea controlante de alguno de los sujetos responsables enumerados en este Capítulo, responderá en forma solidaria e ilimitada por los actos de las personas bajo su control, salvo que demuestre que no ejerció influencia o poder efectivo sobre su controlada en relación con la conducta dañosa o que la persona controlada actuó en contra de sus directivas expresas.

#### Artículo 131

#### Validez

No podrán ser anuladas las operaciones que motiven o se relacionen con las acciones de resarcimiento dispuestas en el presente capítulo.”

Entiendo que el régimen legal propuesto mejora sustancialmente el contenido actualmente en la LMC. Por un lado, se ordena mejor la ubicación de algunas normas. Así, por ejemplo, en el artículo 117 se enumeran las conductas contrarias a la transparencia, para luego, en el artículo 118 regular la acción de recupero para el caso de uso de información privilegiada.

Por otro lado, se modifica la redacción de las normas sobre responsabilidad por prospectos, eliminando la distinción (sin sustento jurídico) entre responsables directos y responsables indirectos. Se deja a salvo el caso de los firmantes del prospecto que sólo sean apoderados especialmente a tal fin, tal como permiten las Normas de la CNV, permitiéndoles liberarse de responsabilidad en los mismos términos que los colocadores de la oferta.

En el artículo 120 se aclara expresamente que pueden accionar también los inversores que adquirieron títulos en el mercado secundario, aunque a éstos se les exige demostrar la conexión de dichos títulos con el prospecto defectuoso, en línea con la norma del artículo 11, de la Ley de Títulos Valores de 1933, de los Estados Unidos, que fuera la fuente original de estas normas, y su interpretación jurisprudencial en aquel país.

En el artículo 121 se mantiene el límite indemnizatorio, agregando el supuesto de enajenación de los títulos después de presentada la demanda y antes de la sentencia. Se aclara además que el inversor puede siempre acudir a la vía del régimen común de responsabilidad del Código Civil y Comercial, en cuyo caso no regirán las limitaciones indemnizatorias, ni las ventajas probatorias del régimen de la LMC<sup>1067</sup>.

Tal vez la modificación más importante consiste en agregar una sección en que se regula una acción civil por daños causados por alguna de las conductas mencionadas en los párrafos b) y c), del artículo 117, esto es, manipulación del mercado, conductas

---

<sup>1067</sup> Con lo cual se dejan implícitamente vigentes otras normas, como la del artículo 131 propuesto.

fraudulentas o engañosas, suministro de información falsa o engañosa, omisión de suministrar información relevante y realización de operaciones en violación a las normas sobre oferta pública. La fuente es el artículo 10, de la Ley de Mercados de Valores de 1934, de los Estados Unidos, así como la regulación 10b-5, de la SEC, aunque con algunas adaptaciones a nuestra realidad.

En tal sentido, en primer lugar, se elimina el requisito de que el inversor demuestre el dolo del causante del daño. Me pareció que dicha exigencia en el estado actual de nuestro mercado de capitales operaría como un fuerte desincentivo para los inversores a la hora de utilizar esta vía. De todas maneras, habrá conductas que requerirán inexorablemente la prueba del dolo, tales como la manipulación o la conducta fraudulenta o engañosa, no así los otros casos (violación de normas sobre oferta pública y, sobre todo, información falsa o inexacta u omisión de información relevante).

Se crean dos presunciones. Una referida al elemento *reliance*, requerido por la jurisprudencia norteamericana, es decir, que el inversor basó su decisión de inversión en la conducta antijurídica, que, en la normativa propuesta, se presumirá si se acredita la existencia de dicha conducta.

La otra presunción es sobre la relación de causalidad entre la conducta y el daño, que no existe en derecho norteamericano, pero que entiendo que resulta indispensable para que la acción sea utilizada en la Argentina, máxime cuando se limita también la indemnización conforme su propone en el artículo 126 (texto tomado también de la legislación de los Estados Unidos).

Estas presunciones admiten prueba en contrario por parte del demandado.

Adicionalmente, se incluye una sección con disposiciones comunes a ambas acciones civiles. Una prohibiendo las cláusulas o convenios en que se limite o libere de responsabilidad a los posibles sujetos responsables, o que impliquen una renuncia a

demandar. Ello con el fin de impedir la existencia de estatutos sociales que contengan dichas cláusulas, documentos que el inversor no conoce y a los que no tiene acceso. Entiendo, de todas maneras, que ello no impide la contratación de seguros de responsabilidad civil en favor de los administradores.

Por su parte, el artículo 130 regula la responsabilidad de las personas controlantes, situación que no está contemplada en la legislación actual, en base a la legislación norteamericana.

Finalmente, el artículo 131 reproduce el texto del actual artículo 128, aunque con mejor terminología.

Considero que con esta regulación se brindaría a los inversores una herramienta eficiente, ágil y práctica con la que puedan hacer valer sus derechos y, con ello, se mejoraría uno de los elementos esenciales de todo mercado de capitales: la confianza.

También podría complementarse dicha herramienta con una modificación a los artículos 27 y 139, de la LMC, de manera de permitir a los inversores damnificados el acceso (al menos *ad effectum videndi*) a los expedientes de investigaciones por conductas contrarias a la transparencia que inicie la CNV, así como también la posibilidad de que los jueces civiles que conozcan en acciones por daños reguladas en la LMC puedan solicitar copia de dichos expedientes, en ambos casos bajo estricta reserva de guardar secreto sobre dichas actuaciones.

Finalmente, sería deseable también contemplar en una disposición legal expresa la posibilidad para los inversores de iniciar acciones de clase, sea de manera individual, sea a través de asociaciones de defensa de sus derechos.

## BIBLIOGRAFÍA

Alejos Garmendia, Beatriz, “*Los deberes de diligencia y de lealtad de los administradores de las empresas*”, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2017.

Alterini, Atilio Aníbal, “*Carga y contenido de la prueba del factor de atribución en la responsabilidad contractual*”, La Ley 1988-B-947.

Alterini, Jorge H. y Alterini, Ignacio E., “*Código Civil y Comercial comentado*”, La Ley, Buenos Aires, 2016.

American Law Institute, “*Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*”, American Law Institute Publishers, Filadelfia, 1994.

Anaya, Jaime Luis, “*Los límites de la delegación legislativa. (El caso del decreto 677/2001)*”, El Derecho 196-775.

Apreda, Rodolfo, “*Mercado de capitales, administración de portafolios y corporate governance*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2005.

Araya, Miguel, “*Prelación de las normas del microsistema societario*”, ponencia presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en “*El Derecho Societario y de la Empresa en el Nuevo Sistema del Derecho Privado*”, Advocatus, Córdoba, 2016, Tomo 1, págs. 36 y ss.

Arecha, Martín (director) y Filippi, Laura L. (vicedirectora), “*La responsabilidad de los administradores en las sociedades y en los concursos*”, Ed. Legis, Buenos Aires, 2009.

Argandoña, Antonio, “*Sobre la responsabilidad social de los accionistas*”; en Domènec, Melé Carné (coord.), “*Ética en el gobierno de la empresa: V Coloquio de ética empresarial y económica*”, EUNSA, 1996, págs. 107-119.

Arias, María Paula, “*Mecanismos de tutela del consumidor de servicios financieros y bursátiles en el mercado actual*”, Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones, 281, Nov-dic 2016.

Avi-Yonah, Reuven, “*The Cyclical Transformations of the Corporate Form: A Historical Perspective on Corporate Social Responsibility*”, Delaware Journal of Corporate Law,

Vol. 30, No. 3.

Bacqué, Jorge A., “*Aspectos jurídicos de la cotización*”, Revista del Instituto Argentino de mercado de Capitales, Buenos Aires, N° 22, mayo-agosto de 1992.

Baigún, David y Bergel, Salvador, “*El fraude en la administración societaria*”, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1991.

Bainbridge, Stephen, “*Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*”, Northwestern University Law Review, Vol. 97.

Balbín, Sebastián, “*La reforma de la Ley de Sociedades Comerciales 19.550 por la ley 26.994 de Reforma y Unificación del Código Civil y Comercial de la Nación*”; en Rivera, Julio César y Medina, Gabriela, directores, “*Código Civil y Comercial de la Nación Comentado*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2015.

Balbín, Sebastián, “*Sobre un nuevo tipo de acción societaria de responsabilidad*”; Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, 2003-877.

Bareste, Bastian, “*Loi Pacte : les associés, l'interêt social et la raison d'être*”, disponible en línea en: <https://www.village-justice.com/articles/loi-pacte-les-associes-interet-social-raisonetre,32192.html>.

Barreiro, Marcelo y Balbín, Sebastián, “*El objeto social como elemento facultativo del contrato social en la sociedad cerrada*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo Derecho Societario*”, Advocatus, Córdoba, 2019, Tomo II, págs. 1.397 y ss.

Barreiro, Marcelo, Ferro, Carolina, Scampini, María Carla, Madero, Tamara, García, María Gimena, Arecha, Martín, Rosembli, Mario, Winik, Raquel, Pastore, Romina, Caminos, Mónica, Ramírez Bosco, Lucas, De León, Darío, Onorati, Alejo y Cultraro, Gustavo, “*La prelación normativa del artículo 150 del Código Civil y Comercial*”, ponencia presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en “*El Derecho Societario y de la Empresa...*”, Tomo 1, págs. 41 y ss.



Becker, Gary S. “*Crime and punishment: an economic approach*”, *Journal of Political Economy*, No. 76, 1968.

Berle Jr., Adolf, “*Corporate Powers as Powers in Trust*”, *Harvard Law Review*, Vol. 44 (1931).

Berle Jr., Adolf y Means, Gardiner, “*The Modern Corporation and Private Property*”, Transaction Publishers, Nueva York, 1932.

Bianchi, Roberto A., “*Régimen de transparencia en la oferta pública*”, Ed. Zavalía, Buenos Aires, 1993.

Blair, Margaret, “*Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*”, *University of California, Los Angeles (UCLA) Law Review*, Vol. 387 (2003).

Bollini Shaw, Carlos y Goffan, Mario, “*Operaciones bursátiles y extrabursátiles*”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1995.

Boretto, Mauricio, “*Responsabilidad civil y concursal de los administradores de las sociedades comerciales*”, Ed. Lexis Nexis, Buenos Aires, 2006.

Boskovic, Tanja, Cerruti, Caroline y Noel, Michel, “*Comparing European and U.S. Securities Regulations. MiFID versus Corresponding U.S. Regulations*”, World Bank Working Paper No. 184, 2010. Disponible en <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/13528>.

Bowman III, Frank O., “*The Sarbanes-Oxley Act and What Came After*”, Vera Institute of Justice Inc., *Federal Sentence Reporter*, Vol. 15 (2002).

Brandeis, Louis, “*Other People's Money and How the Bankers Use It*”, en *Harper's Weekly*, Nueva York, 1914.

Brown, Jill, “*Board and Top Management Changes over the Decades: Responses to Governance and CSR Issues*”, History of Corporate Responsibility Project Working Paper No. 4, Minneapolis, MN: Center for Ethical Business Cultures at the Opus College of Business, University of St. Thomas - Minnesota; disponible en [www.cebcglobal.org](http://www.cebcglobal.org).

- Brun, Philippe, “*Responsabilité civile extracontractuelle*”, LexisNexis, Paris, 2014.
- Bustamante Alsina, Jorge, “*Teoría General de la Responsabilidad Civil*”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1997.
- Cabanella de las Cuevas, Guillermo (director), De Reina Tartiere, Gabriel (coordinador), “*Mercado de capitales*”, Ed. Heliasta, Buenos Aires, 2009.
- Calcaterra, Gabriela S., “*La responsabilidad civil en los grupos de sociedades*”, Ed. Ábaco, Buenos Aires, 2007.
- Camerini, Marcelo, “*Apuntes sobre las inconsistencias de la nueva Ley de Mercado de Capitales No. 26.831*”, Revista de Derecho Bancario y Financiero, 25/02/2013, Cita: IJ-LXVII-579.
- Camerini, Marcelo, “*El caso Alpargatas. El deber de información al mercado y el rol de los órganos de administración*”, El Dial DC17A6.
- Camerini, Marcelo A., “*Incidencias del Código Civil y Comercial – 7. Contratos bursátiles. Títulos valores*”, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2017.
- Camerini, Marcelo A., “*La transparencia en el mercado de capitales*”, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2007.
- Carbonnier, Jean, “*Droit civil, Les obligations*”, Presses Universitaires de France, Paris, 2000.
- Cazaux, Diego, “*Análisis económico de los procesos colectivos en la Argentina*”, La Ley Online AR/DOC/3878/2018.
- Coffee, John, “*Law and the market: the impact of enforcement*”, Harvard Law School, course materials, primavera del 2007, 17 de abril de 2007.
- Coffee Jr., John C., “*Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*”, Virginia Law Review, Vol. 70 (1984).
- Coffee, John, “*Racing towards the top?: the impact of cross listings and stock market competition on international corporate governance*”, 2002, Columbia Law Review, No.

102.

Coffee, John, “*Reforming the securities class action: an essay on deterrence and its implementation*”, *Columbia Law Review*, No. 106, 2006.

Coffee Jr., John C. “*The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governances and its Implications*”, *Northwestern University Law Review* No. 93.

Colombres, Gervasio, “*La teoría del órgano en la sociedad anónima*”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1964.

Coloquio “*La société à directoire. Forme d'élection de la gouvernance*”, presidido por Pierre Bézard, presidente honorario de la Sala Comercial de la Cámara de Casación francesa y organizado por el Centro de Investigación en Derecho de los Negocios, 15 de noviembre de 2006, publicado en <http://www.creda.ccip.fr>.

Conac, Pierre-Henri, “*La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes selon la loi relative aux Nouvelles Régulations Economiques (NRE)*”, *Droit* 21, 2001.

Conac, Pierre-Henri, “*Vers des class actions en matière boursière en Europe et en France?*”, *Revue des sociétés* (2018), págs. 472 y ss.

Cornet, Roberto J. (director) y Dracich Loza, Oscar, “*El órgano de administración societaria*”, Ed. Mediterránea, Córdoba, 2005.

Cozian, Maurice, Viandier, Alain y Deboissy, Florence, “*Droit des sociétés*”, Ed. Litec, París, 2007.

Cox, James D., Hillman, Robert W. y Langevoort, Donald C., “*Securities Regulation: Cases and Materials*”, Séptima Edición, Aspen Publishers, 2013.

Chahid-Nouraï, Alexis, “*Responsibilities of the board (supervisory) in France*”, 29 de mayo de 2021, [www.lexology.com](http://www.lexology.com).

Choi, Stephen, “*Proxy Issue Proposals: Impact of the 1992 SEC Proxy Reforms*”, *Journal of Law & Economics*, Vol. 233, (2000).

Davis, Joseph S. “*Essays in the Earlier History of American Corporations*”, Harvard University Press, Cambridge, 1917, Vol. 1.

Dom, Jean-Philippe, “*La transposition de la première directive communautaire (No. 68-151 du mars 1968) en droit français*”, 24 de diciembre de 2000, disponible en línea en [https://nanopdf.com/download/la-transposition-de-la-premiere-directive-communautaire-n-68\\_pdf](https://nanopdf.com/download/la-transposition-de-la-premiere-directive-communautaire-n-68_pdf).

Duprat, Diego, “*Aproximaciones al análisis conductual del mercado de capitales*”, Diario La Ley del 20 de octubre de 2021.

Eisenberg, Melvin, “*The Modernization of Corporate Law: An Essay for Bill Cary*”, University of Miami Law Review, Vol. 37, No. 187 (1983).

Elegido, John, “*Prioridades en las responsabilidades sociales de la empresa*”, en Melé Carné, Domènec (coord.), “*Ética en el gobierno de la empresa...*”, págs. 197-210.

Elespe, Douglas, “*Justificación de un sistema regulador del Mercado de Capitales – Observaciones y características a la nueva ley*”; La Ley, Suplemento Especial sobre Regulación del Mercado de Capitales, 06/12/2012.

Embid Irujo, José M. (director) y Vítolo, Daniel R. (director), “*Sociedades comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno corporativo*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2004.

Embid Irujo, José M. (director) y Vítolo, Daniel R. (director), “*Sociedades comerciales. Los administradores y los socios. Responsabilidad en sociedades anónimas*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2004.

Fabozzi, Frank y Modigliani, Franco, “*Capital Markets: Institutions and Instruments*”, Prentice Hall, New Jersey, 1992.

Favier Dubois [p], Eduardo M. y Favier Dubois [h], Eduardo M., “*Mecanismos para la limitación de la responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*”, en Doctrina Societaria y Concursal Errepar, N° 298, t. XXIV, septiembre de 2012.

Fernández Madero, Nicolás, “*El concepto de oferta pública y su reglamentación. Hacia una reforma de la ley 17.811*”, JA 2004-IV-1373.

Ferrara, Ralph, Nagy, Donna, Thomas, Herbert y Kim, Thomas, “*Ferrara on Insider Trading and The Wall*”, Law Journal Press, Nueva York, 2006.

Ferrer, Germán, “*Responsabilidad de los administradores societarios*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2009.

Fiorenza, Alejandro Alberto, “*Prelación normativa en materia de responsabilidad civil. El vínculo del Código Civil y Comercial con los demás microsistemas del derecho privado argentino*”, SAIJ DACF 180194.

Fisch, Jill E., “*Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*”, University of Pennsylvania Law School, Faculty Scholarship, Paper 231, 13 de mayo de 2009

Fischel, Daniel y Ross, David, “*Should the law prohibit manipulation in financial markets?*”, Harvard Law Review, No. 105 (1991).

Formaro, Juan J., “*La inconstitucionalidad de la opción en materia de infortunios laborales. Antes y después de la ley 27.348*”, (TR LALEY AR/DOC/1625/2021).

Forrester, Christopher M. y Ferber, Celeste S., “*Fiduciary Duties and Other Responsibilities of Corporate Directors and Officers*”, Quinta Edición, RR Donnelley, 2012.

Freeman, R. Edward, “*A Stakeholder Theory of the Modern Corporation*”, reproducido en Hartmann, Laura (ed.), “*Perspectives...*”, págs. 171-181.

Friedman, Milton, “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*”, Revista del New York Times, 13 de septiembre de 1970.

Gagliardo, Mariano, “*Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 2001.

Galbraith, John Kenneth, “*The New Industrial State*”, Londres, Routledge, 1967.

Ganapolsky, Eduardo, “*Securitización: un nuevo desafío*”, Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario, N° 1462, abril de 1994.

García Amado, Juan Antonio, “*Derechos y pretextos. Elementos de crítica al*

*neoconstitucionalismo*”, en Carbonell, Miguel (Ed.), “*Teoría del neoconstitucionalismo*”, Ed. Trotta, Madrid, 2007.

Ghersí, Carlos A. y Weingarten, Celia, “*Daños por gestión empresarial*”, Ed. Astrea, Buenos Aires, 2001.

Gibirila, Deen, “*Responsabilité civile des dirigeants de sociétés*”, Ediciones Francis Lefebvre, 2013.

Giovenco, Arturo C., “*El prospecto en la oferta pública*”, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2003.

Giovenco, Arturo C., “*La responsabilidad por el prospecto ante la nueva ley de mercado de valores*”, La Ley Online, AP/DOC/125/2013.

Girón Tena, José, “*Derecho de Sociedades Anónimas (Según la Ley de 17 de julio de 1951)*”, Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho, Universidad de Valladolid, Valladolid, 1952.

González Campaña, Germán, “*Las acciones de clase en Estados Unidos y los procesos colectivos en la Argentina: dos modelos antagónicos*”, La Ley Online AP/DOC/1215/2017.

Goodman, Amy L., Olson, John F. y Fontenot, Lisa A., “*A Practical Guide to SEC Proxy and Compensation Rules*” Ed. Wolters Kluwer – Law & Business, Nueva York, 2014.

Grigioni, María Gabriela, “*Consideraciones sobre la Resolución General No. 662/2016 de la CNV*”; El Dial Online DC2168.

Guyon, Yves, “*Droit des affaires*”, Ediciones Económica, Paris, 1992.

Halperín, Isaac y Otaegui, Julio, “*Sociedades anónimas*”, Depalma, Buenos Aires, 1998.

Hamilton, Robert W., “*Cases and Materials on Corporations including Partnerships and Limited Partnerships*”, Quinta Edición, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1994.

Hamilton, Robert W., “*Corporate Governance in America*”, Journal of Corporation Law, Vol. 25, No. 2 (26 de julio de 2000).

Hamilton, Robert, “*Reliance and Liability Standards for Outside Directors*”, Wake Forest Law Review, Vol. 24, No. 5 (1989).

Hanks Jr., James, “*Recent State Legislation on Director and Officer Liability Limitation and Indemnification*”, The Business Lawyer, Vol. 49 (1988).

Hansmann, Henry, Kraakman, Reinier y Squire, Richard, “*Law and the Rise of the Firm*”, Harvard Law Review, Volumen 119, No. 5.

Hazen, Thomas Lee, “*Principles of Securities Regulation*”, Cuarta Edición Revisada, West Academic Publishing, 2017.

Henning, Peter, “*Why the Supreme Court May Review the S.E.C.'s In-House Judges*”, The New York Times, 5/09/2017.

Herzel, Leo y Katz, Leo, “*Smith v. Van Gorkom: The Business of Judging Business Judgment*”, The Business Lawyer, Vol. 41 (1986), No. 4.

Highton, Federico R., “*Responsabilidad patrimonial solidaria de directores, administradores, síndicos y socios en las leyes de sociedades y concursos*”, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2003.

Hopt, Klaus, “*La structure dualiste en Allemagne: expériences et particularités d’outre Rhin*”, en Coloquio “*La société à directoire...*”.

Horne, Melissa, McGuffey, Mac y Wortzel, Andrea, “*SEC Publishes Proposed Rule Requiring Climate Disclosures*”, publicado el 30/3/2022 en [www.lexology.com](http://www.lexology.com).

Johnson, Lyman y Millon, David, “*Recalling why Corporate Officers are Fiduciaries*” (William and Mary Law Review, No. 46, 2005).

Junyent Bas, Francisco, “*Apuntes sobre la personalidad jurídica en el Código Civil y Comercial*”, RDCO 272, 673, Cita Online: AR/DOC/5215/2015.

Junyent Bas, Francisco y Del Cerro, Candelaria, “*Aspectos procesales en la ley de defensa del consumidor*”, La Ley 2010-C, 1281.

Junyent Bas, Francisco, “*El interés social: directiva central del sistema de*

*responsabilidad de los administradores societarios*”, JA 2004-III-1109.

Junyent Bas, Francisco, “*Responsabilidad civil de los administradores societarios*”, Ed. Advocatus, Buenos Aires, 1998.

Kelly, Marjorie, “*The Divine Right of Capital. Is Maximizing Returns to Shareholders a Legitimate Mandate?*”, reproducido en Hartmann, Laura (ed.), “*Perspectives in Business Ethics*”, McGraw Hill, Nueva York, 2002.

Koslowski, Peter, “*The Theory of Ethical Economy as a Cultural, Ethical and Historical Economics: Economic Ethics and the Historist Challenge*”, en Koslowski, Peter (ed.), “*Contemporary Economic Ethics and Business Ethics*”, Springer-Verlag Berlin, Heidelberg, 2000.

Krannich, Jess, “*The Corporate 'Person': A new analytical approach to a flawed method of constitutional interpretation*”, Loyola University Chicago Law Journal, Vol. 37, 2005.

Kuegler, Adam J., “*Cryptocurrency and the SEC: How a Piecemeal Approach to Regulating New Technology Selectively Stifles Innovation*”, Connecticut Law Review, Volumen 52, Julio de 2020, N° 2, págs. 434 y ss.

Landefeld, Stewart, Moore, Andrew, Fischer, Jens y Eiting, Brian, “*The Public Company Handbook: A Corporate Governance and Disclosure Guide for Directors and Executives*”, Cuarta Edición, RR Donnelley, 2011.

Lapérrou-Schneider, Béatrice y Dexant de Bailliencourt, Olympe, “*Les responsabilités du dirigeant de société*”, Dalloz, Paris, 2018.

Lépori White, Inés, “*Cargas probatorias dinámicas*”, Editorial Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2004.

Le Tourneau, Philippe y Cadiet, Loïc, “*Droit de la responsabilité*”, Ed. Dalloz, Paris, 1996.

Linares Bretón, Samuel F., “*Operaciones de Bolsa*”, Depalma, Buenos Aires, 1980.

López Candiotti, José A. y Daguerre, Luis, “*El director de sociedad anónima desde un enfoque conciliador entre el microsistema societario y el laboral*”, La Ley Online AR/DOC/2504/2008.



Lorenzetti, Ricardo Luis, "*Tratado de los Contratos*", Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2007.

Luchinsky, Rodrigo S., "*El sistema de gobierno societario. Corporate governance en el derecho argentino*", Ed. Lexis Nexis, Buenos Aires, 2006.

Luciani, Fernando J., "*Bolsas y mercados de valores y cereales*", Ed. La Ley, Buenos Aires, 2013.

Luciani, Fernando y Araya, Miguel, "*Financiación en el mercado de capitales*", en Araya, Miguel y Bergia, Marcelo (Dirs.), "*Derecho de la Empresa y del Mercado*", Ed. La Ley, Buenos Aires, 2008.

Luegmayer, Sebastián, "*Contratos bursátiles y derivados financieros*", Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires, 2010.

Luegmayer, Sebastián "*Aspectos legales y regulatorios del Mercado de Capitales en la Argentina*"; RDCO, 222-73, Depalma, 2007.

Llano Cifuentes, Carlos, "*Dilemas éticos en la empresa contemporánea*", Fondo de Cultura Económica, México, 1997.

MacAvoy, Paul y Millstein, Ira M., "*The Recurrent Crisis in Corporate Governance*". New York, Palgrave Macmillan, 2003.

Macchi, Julio, "*La inversión bursátil*", Ed. Tesis, Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bs. As. 1988.

Macey, Jonathan, "*Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*", Princeton University Press, 2010.

Magnasco, Javier Luis, Martínez de Hoz, Alejandro y Videla, Felipe, "*La declaración de irregularidad e ineficacia en la reforma de la Ley 17.811*", La Ley, Suplemento Especial Regulación del Mercado de Capitales 2012, (diciembre), 06/12/2012.

Magnier, Véronique, "*Information boursière et préjudice des investisseurs*", Dalloz (Recueil), 2008.

Mahoney, Paul G. y Rauterberg, Gabriel, “*The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation*”, Virginia Law and Economics Research Paper No. 2017-07, University of Virginia School of Law, disponible en línea en <https://ssrn.com/abstract=2955112>.

Malaurie-Vignal, Marie, “*Droit de la concurrence interne et européen*”, Sirey Dalloz, colección Sirey Université, 5ta. Edición, 2011.

Manóvil, Rafael, “*Responsabilidad civil de los administradores societarios*”, en Revista de Derecho de Daños, Tomo 2016-3, “*Responsabilidad de los profesionales*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2016.

Marcos, Fernando Javier, “*El derecho de daños regulado por el Código Civil y Comercial y sus alcances en materia de responsabilidad de administradores societarios*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo...*”, Tomo III, págs. 2.055 y ss.

Marcos, Javier Fernando, “*La inaplicabilidad del factor objetivo en las obligaciones de resultado a cargo de los administradores societarios*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo...*”, Tomo III, págs. 2.067 y ss.

Marcos, Fernando Javier, “*Las reglas de prelación normativa entre el Código y la Ley General de Sociedades en materia de responsabilidad*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo...*”, Tomo III, págs. 2.043 y ss.

Mariluz Urquijo, José María, “*Las sociedades anónimas en Buenos Aires antes del Código de Comercio*”, apartado de la Revista del Instituto de Historia del Derecho, No. 16, Buenos Aires, 1965.

Marsili, María Celia, “*La Ley 19.550 como microsistema normativo autosuficiente para los sujetos regulados. Aplicación e interpretación*”, ponencia presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho

Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en “*El Derecho Societario y de la Empresa...*”, Tomo 1, págs. 59 y ss.

Martínez-Echevarría, Alfonso, “*Interés social y gobierno corporativo sostenible: deberes de los administradores y deberes de los accionistas*”, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2019.

Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Alfonso, “*La propiedad de la empresa y el gobierno corporativo*”, Fundación Universitaria San Pablo-CEU Ediciones, Madrid 2009.

Martorell, Ernesto, “*El Código Civil y Comercial agrava la responsabilidad de los administradores de sociedades*”, La Ley 2016-D, 1180.

Martorell, Ernesto, “*El Orden Público en el Derecho Societario Argentino. Vigencia y embates de la posmodernidad*”, La Ley, diario del 05/11/2018.

Martorell, Ernesto, “*Ley de Sociedades, orden público y defensa de valores comunitarios fundamentales*”, La Ley, 2017-E, 787.

Martorell, Ernesto, “*Los administradores de sociedades ahora deberán responder por los malos resultados*”, La Ley 2016-C, 1085.

Martorell, Ernesto Eduardo, “*Los directores de sociedades anónimas*”, Depalma, Buenos Aires, 1994.

Martorell, Ernesto E., “*Responsabilidad comercial y penal por fraude societario*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2018.

Maudouit, Annie, “*Obligation d'information et responsabilité des intermédiaires financiers*”, tesina de maestría defendida en la Universidad Panthéon-Assas Paris II en mayo de 2008, disponible en línea en [https://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Obligation-dinformation-et-responsabilit%C3%A9-des-interm%C3%A9diaires-financiers\\_Annie-MAUDOUIT\\_2008.pdf](https://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Obligation-dinformation-et-responsabilit%C3%A9-des-interm%C3%A9diaires-financiers_Annie-MAUDOUIT_2008.pdf).

Merrick Dodd, Edwin, “*For whom are Corporate Managers Trustees?*”, Harvard Law Review, Vol. 45 (1932).

Merville, Anne-Dominique, “*Droit Financier*”, Gualino Éditeur, Tercera edición, Issy-les-Moulineaux, 2017.

Michie, Ranald, *“The Global Securities Markets: A History”*, Oxford University Press, 2006.

Mills, Carl W., *“Breach of Fiduciary Duty as Securities Fraud: SEC v. Chancellor Corp.”*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. 10, Nro. 2, 2005, págs. 439 y ss.

Milne, Alistair, *“Competition and the Rationalization of European Securities, Clearing and Settlement”*, en Mayes, David y Wood, Geoffrey E., *“The Structure of Financial Regulation”*, Routledge International Studies in Money and Banking, New York, 2007.

Mirande, Javier Miguel y Orquera, Juan Pablo, *“¿Existe una responsabilidad de los administradores sociales por los malos resultados de su gestión?”*, presentada en el XIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IX Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Mendoza, 14, 15 y 16 de septiembre de 2016, recogida en *“El Derecho Societario y de la Empresa...”*, Tomo 2, págs. 1.281 y ss.

Mirande, Javier Miguel y Orquera, Juan Pablo, *“Personalidad”*, en Orquera, Juan Pablo, director, *“Sociedades Irregulares y de hecho. Una visión societaria, tributaria y concursal”*, Ed. Legis, Buenos Aires, 2014.

Monks, Roberts A. G. y Minow, Nell, *“Corporate governance”*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd., New Jersey, 2008.

Monzó, Susana, *“La business judgement rule en el marco del nuevo derecho societario”*, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en *“Hacia un nuevo...”*, Tomo III, págs. 2.029 y ss.

Moro, Emilio F., *“Un horizonte otrora impensado y que hoy es una realidad palpable: la responsabilidad objetiva (parcelaria) de los administradores societarios”*, ponencia presentada en el Congreso antes mencionado y recogida en *“Hacia un nuevo...”*, Tomo III, págs. 2077 y ss.

Muguillo, Roberto, *“Ley de Sociedades Comerciales. Ley 19.550”*, Ed. Lexis-Nexis, Buenos Aires, 2005.

Muller, Anne Catherine, *“Droit des marchés financiers et droit des contrats”*, Ed.

Económica, Colección Investigaciones Jurídicas, Volumen 16, 2007.

Niel Puig, Luis, “*Personas jurídicas privadas*”, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2014.

Nissen, Ricardo Augusto, “*Estudios sobre el Código Civil y Comercial de la Nación. Reformas a la Ley de Sociedades Comerciales. Registración de actos societarios*”, El Derecho, Diario del 16-04-2015, No. 13.708.

Nissen, Ricardo A., “*Incidencias del Código Civil y Comercial – Derecho Societario*”, Hammurabi, Buenos Aires, 2015.

Nissen, Ricardo, “*Ley de Sociedades Comerciales*”, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 1995.

O'Kelley, Charles, “*The Evolution of the modern corporation: corporate governance reform in context*”, University of Illinois Law Review, No. 3, Volumen 2013.

Ortiz del Valle, María del Carmen, “*La administración delegada de las sociedades anónimas. Estudio del artículo 141 de la ley de sociedades anónimas*”, Editorial Universidad de Granada, Granada, 2005.

Ossola, Federico A., “*El Principio de la Reparación Plena en la evolución de la jurisprudencia de la Corte Suprema*”, JA 2018-IV.

Otaegui, Julio, “*Administración Societaria*”, Ed. Ábaco, Buenos Aires, 1979.

Otaegui, Julio, “*La sociedad desde la Ley 15 hasta el proyecto de 1998 sobre Código Civil Unificado con el Código de Comercio*”, Julio de 1999, disponible en línea en: [http://www.acaderc.org.ar/doctrina/articulos/artoteaqui/at\\_download/file](http://www.acaderc.org.ar/doctrina/articulos/artoteaqui/at_download/file).

Otaegui, Julio, “*Responsabilidad civil de los directores*”, Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, Año 11, No. 65, 1978, págs. 1299 y ss.

Pace Hamill, Susan, “*From Special Privilege to General Utility: A Continuation of Willard Hurst's Study of Corporations*”, American University Law Review, Vol. 49, No. 1.

Palacio, Lino A. y Fernández de Andreani, Patricia A., “*El deber de los administradores de evitar incurrir en conflictos de interés y de evitar causar daño a la sociedad. El obrar*

*en conflicto de intereses no sólo es antijurídico, sino que es doloso por definición*”, ponencia presentada en el XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 4, 5 y 6 de septiembre de 2019, recogida en “*Hacia un nuevo...*”, Tomo III, págs. 2.159 y ss.

Paolantonio, Martín Esteban, “*Deber de información, prospecto y responsabilidad civil en la oferta pública inicial de valores negociables*”, La Ley Online Ar/DOC/1124/2011.

Paolantonio, Martín E., “*El Agente Asesor Global de Inversión*”, La Ley 2017-F, 578.

Paolantonio, Martín E., “*¿El consumidor financiero es consumidor?*”, La Ley 2010-B, 1025.

Paolantonio, Martín, “*Operaciones Financieras Internacionales*”, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1997.

Pargendler, Mariana, “*The Corporate Governance Obsession*”, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 470, 4 de febrero de 2015. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2491088>.

Paz-Ares, Cándido, “*La responsabilidad de los administradores como instrumento del gobierno corporativo*”, Revista InDret, No. 04/2003, disponible online en: <http://www.indret.com/cas/artdet.php?ed=58&Idioma=cas&IdArticulo=539>.

PBS Frontline: Financial/Economic Crisis. 2009, “*The Madoff affair*”. Disponible en línea en <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/madoff/view/>.

Perciavalle, Marcelo L., “*Responsabilidad: directores, socios, síndicos*”, Ed. Errepar, Buenos Aires, 2008.

Pietrancosta, Alain, “*8 conséquences pratiques de l'entrée en vigueur du Règlement Prospectus*”, 25 de julio de 2019, publicado en <https://www.jdsupra.com/legalnews/8-consequences-pratiques-de-l-entree-en-81294/>.

Pietrancosta, Alain, “*Délits boursiers: la réparation du préjudice subi par l'investisseur*”, Revue Trimestrielle de Droit Financier, No. 3, 2007.

Pietrancosta, Alain, “*Des limites au devoir d'abstention de l'initié après l'arrêt Spector*

*NV*”, *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2010/12.

Pietrancosta, Alain, “*Les marchés financiers*”, en Devèze, Jean, Couret, Alain y Hirigoyen, Gérard, “*Lamy Droit du Financement*”, París 2010, Ed. Wolters Kluwer.

Pistor, Katharina, Keinan, Yoram, Kleinheisterkamp, Jan y West, Mark D., “*The Evolution of Corporate Law. A Cross-Country Comparison*”, *The University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, Vol. 23, Diario No. 4.

Pizarro, Ramón Daniel y Vallespinos, Carlos Gustavo, “*Tratado de responsabilidad civil*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2017.

Planiol, Marcel y Ripert, Georges, “*Traité théorique et pratique de droit civil français*”, Ed. P. Esmein, Librairie Générale de droit et jurisprudence, París, 1952.

Plavinet, Jean-Pierre, “*La Régulation Juridique des Marchés Financiers*”, disponible en línea en: [https://www.agroparistech.fr/.../Droit\\_Marches\\_Financiers\\_2012.pdf](https://www.agroparistech.fr/.../Droit_Marches_Financiers_2012.pdf).

Prieto Molinero, Ramiro, “*La cuestión de la antijuridicidad en la responsabilidad civil*”, *La Ley* 2016-E, 1049.

Prorok, Johan, “*La responsabilité civile sur les marchés financiers*”, Ediciones LGDJ, París, 2019.

Prosser, William y Keeton, Werdner, “*Prosser and Keeton on Torts*”, West Group, 5ta. Edición, 1984.

Radresa, Emilio, “*Bolsas y Contratos Bursátiles*”, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1995.

Reyes Villamizar, Francisco, “*Derecho Societario en Estados Unidos y la Unión Europea*”, Ed. Legis, Colombia, 2013.

Richard, Efraín Hugo y Muiño, Orlando Manuel, “*Derecho Societario*”, Astrea, Buenos Aires, 2000.

Ripert, Georges et Roblot, René, “*Traité de droit commercial*”, actualizado por Michel Germain y Louis Vogel, París, LGDJ, 1998, 17ma. Edición.

Rivera, Julio César, “*Estudios de Derecho Privado (1984-2005)*”, Ed. Rubinzal-Culzoni,

Santa Fe, 2006.

Rivera, Julio, “*Responsabilidad de los administradores sociales y síndicos*”, Revista de Derecho de Daños, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2001, Tomo 2001-3.

Rodríguez Llanos, María Clara, “*El 'inversor consumidor': ¿un oxímoron?*”, RCCyC 2022 (septiembre-octubre), 95.

Roitman, Horacio, “*Ley de Sociedades Comerciales Comentada y Anotada*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2011, Biblioteca Digital Thompson Reuters.

Romano, Roberta, “*The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*”, Yale Law Review, Vol. 114 (2005).

Romano, Roberta, “*What Went Wrong with Directors' and Officers' Liability Insurance?*”, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 14 (1989).

Rouillon, Adolfo, “*Código de Comercio Comentado y Anotado*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2006.

Rovira, Alfredo, “*Necesaria reforma integral de la Ley General de Sociedades. Régimen de sociedad anónima simplificada*”, La Ley 2016-F, 515.

Sáenz, Luis, “*Distribución de la carga de la prueba en las relaciones de consumo*”, La Ley 2015-C, 512.

Salvochea, Ramiro, “*Mercado de capitales y buen gobierno corporativo*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2016.

Sánchez Calero, Fernando, “*Los administradores en las sociedades de capital*”, Ed. Civitas, Madrid, 2007.

Sasot Betes, Miguel A., “*Sociedades anónimas: el órgano de administración*”, Ed. Ábaco, Buenos Aires, 1980.

Schenider, Lorena R., “*El deber de lealtad de los administradores de sociedades. ¿Severidad o imperatividad flexible?*”, La Ley, diario del 7-10-2019.

Sheykova, Véronika, “*L'indemnisation du préjudice financier*”, tesis de doctorado



defendida en la Universidad de Cergy-Pontoise, Escuela Doctoral de Derecho y Ciencias Humanas, el 26 de septiembre de 2016, disponible en línea en <https://www.theses.fr/224205773>.

Schwartz, Fernando M., “*Mercado de capitales. Transparencia y mejores prácticas*”, Ed. Buyatti, 2010.

Solari Costa, Osvaldo, “*Modificaciones de la ley 26.994 a la Ley de Sociedades*”, Diario La Ley del 27-05-2015.

Solomon, Robert, “*La Ética de los negocios*”, en “*Compendio de Ética*”, Peter Singer (ed.); Alianza Editorial, Madrid, 1995.

Spitz, Nicolas, “*La réparation des préjudices boursiers*” Revue Banque Édition, Paris, 2010.

Sulkowski, Adam J., “*Ultra Vires Statutes: Alive, Kicking and a Means of Circumventing the Scalia Standing Gauntlet in Environmental Litigation*”, Journal of Environmental Law and Litigation, Vol. 14 (2009).

Sullivan, Daniel P. y Conlon, Donald E., “*Crisis and Transition in Corporate Governance Paradigms: The Role of the Chancery Court of Delaware*”, Law and Society Review, Vol. 31, No. 4.

Steinberg, Marc I., “*The Federalization of Corporate Governance – An Evolving Process*”, Loyola University Chicago Law Journal, Vol. 50, 2018, págs. 539 y ss.

Stiglitz, Rubén y Stiglitz, Gabriel, “*Responsabilidad precontractual*”, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1992.

Tapia Hermida, Alberto J., “*Manual de Derecho del Mercado Financiero*”, Iustel, Madrid, 2015.

Uría González, Rodrigo, Menéndez Menéndez, Aurelio y García De Enterría, Javier, “*La sociedad anónima: principios fundamentales*”; en Uría González, Rodrigo y Menéndez Menéndez, Aurelio (directores), “*Curso de Derecho Mercantil*”, Ed. Civitas, Madrid, 2006.

Utz, Arthur, “*Ética Económica*”, Unión Editorial, Madrid, 1998.

Valance, Laure, “*L’indemnisation des victimes d’infractions boursières*”, tesina de maestría defendida en la Universidad de Panthéon-Assas Paris II en el 2007, disponible en línea en [https://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Lindemnisation-des-victimes-dinfractions-boursi%C3%A8res\\_Laure-VALANCE\\_2007.pdf](https://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Lindemnisation-des-victimes-dinfractions-boursi%C3%A8res_Laure-VALANCE_2007.pdf).

Van Thienen, Pablo y Di Chiazza, Iván, “*Orden público societario... ¿estás ahí?*”, publicado en CEDEF Law & Finance, disponible en línea en: <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201743017471-133.pdf>.

Vatinet, Raymond, “*La réparation du préjudice causé par la faute de dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles*”, Revue des Sociétés, 2003.

Vázquez Ferreyra, Roberto, “*Las obligaciones de medio y de resultado en el Código Civil y Comercial*”, disponible en línea en [https://www.academia.edu/28835423/Las\\_obligaciones\\_de\\_medios\\_y\\_de\\_resultado\\_en\\_el\\_C%C3%B3digo\\_Civil\\_y\\_Comercial](https://www.academia.edu/28835423/Las_obligaciones_de_medios_y_de_resultado_en_el_C%C3%B3digo_Civil_y_Comercial)).

Verchik, Ana, “*Mercado de Capitales*”, Ed. Macchi, Buenos Aires, 1993.

Vergara, Gonzalo, Salinas, José y Bulit Goñi, Roberto, “*Comentarios sobre la ley de mercado de capitales*”; La Ley, Suplemento Especial sobre Regulación del Mercado de Capitales, 06/12/2012.

Verón, Alberto Víctor, “*Ley general de sociedades 19.550*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2015, Biblioteca Digital Thompson Reuters.

Verón, Alberto, “*Sociedades Comerciales*”, Ed. Astrea, Buenos Aires, 1986.

Verón, Alberto Víctor, “*Tratado de las sociedades comerciales y otros entes asociativos*”, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2012.

Villanueva, Julia, “*La responsabilidad de los directores de la sociedad anónima*”; boletín La Ley 26/02/2019, La Ley 2019-A, 887; Cita Online: AR/DOC/190/2019.

Villegas, Marcelo y Kenny, Mario, “*El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas en el gobierno corporativo*”, Errepar, 09/01.

Villegas, Carlos G., “*Sociedades Comerciales*”, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe 1997.

Viney, Geneviève, “*Introduction à la responsabilité*”, en “*Traité de droit civil*”; Ghestin, Jacques, Director, Ediciones LGDJ, Paris, 2008.

Viney, Geneviève, Jourdain, Patrice, y Ghestin, Jacques, “*Traité de Droit Civil*”, Tomo 2, “*Les conditions de la responsabilité*”, Librerie Général de Droit et de Jurisprudence, Paris, 2013.

Vítolo, Daniel R., “*Responsabilidad de los administradores de las sociedades comerciales*”, Ed. Legis, 2007.

Winkler, Adam, “*Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History*”, Law and Contemporary Problems Journal, Vol. 67 (2004).

Yepes, Ricardo y Aranguren, Javier, “*Fundamentos de Antropología. Un ideal de la excelencia humana*”, Eunsa, Pamplona, 1998.

Zaldívar, Enrique, Manóvil, Rafael, Ragazzi, Guillermo, Rovira, Alfredo y San Millán, Carlos, “*Cuadernos de Derecho Societario*”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1980.

Zavala Rodríguez, Carlos, “*Código de Comercio Comentado*”, Buenos Aires, Depalma, 1990.

Zavala de González, Matilde, “*La responsabilidad civil en el nuevo Código*”, Ed. Alveroni, Córdoba, 2015.