

TÍTULO:	Captación pública de ahorros e intermediación no autorizadas en el mercado de valores (art. 310 CP)
AUTOR/ES:	Paolantonio, Martín E.
PUBLICACIÓN:	Compendio Jurídico
TOMO/BOLETÍN:	73
PÁGINA:	287
MES:	Mayo
AÑO:	2013

MARTÍN E. PAOLANTONIO

CAPTACIÓN PÚBLICA DE AHORROS E INTERMEDIACIÓN NO AUTORIZADAS EN EL MERCADO DE VALORES (ART. 310, CP)

1. INTRODUCCIÓN: EL DERECHO PENAL Y EL MERCADO FINANCIERO

La presencia de normas penales en diversos sectores de la economía (aun en sistemas económicos que no se sustenten en la intervención estatal como paradigma) es una nota omnipresente en el mundo contemporáneo. Esa circunstancia ha dado lugar a lo que la doctrina denomina derecho penal económico⁽¹⁾, incluso sin una plena coincidencia acerca del contenido y características de la disciplina.

En nuestro país, la vigencia de la ley 26733 desde comienzos de 2012 ha significado un cambio notable en la aproximación del legislador a esta cuestión y el abandono del recurso a leyes especiales a favor de la previsión de tipos penales directamente en el Código Penal (CP), al amparo de un bien jurídico de reciente factura normativa: el orden económico y financiero⁽²⁾.

Las dudas y críticas acerca de las soluciones implementadas no las desarrollaremos ahora, sin perjuicio de señalar nuestra opinión general negativa acerca de la ley 26733 y su excesiva pretensión punitiva⁽³⁾.

2. OBJETO DE ESTE TRABAJO

El 28/12/2012, se publicó en el Boletín Oficial la ley 26831, con una profunda reforma al marco jurídico del mercado de capitales, exactamente doce meses después de la publicación en el Boletín Oficial de la ley 26733.

Aunque la ley 26831 no altera en lo esencial nuestro análisis previo de la ley 26733, se introducen allí diversas modificaciones de derecho extrapenal que ameritan visitar alguno de los temas antes abordados⁽⁴⁾.

En particular, resulta de interés un nuevo examen del tipo penal incorporado en la parte final del artículo 310 del CP que considere las nuevas previsiones de la ley 26831. Esa tarea la encaramos en este trabajo.

3. LA CAPTACIÓN PÚBLICA DE AHORROS E INTERMEDIACIÓN NO AUTORIZADAS EN EL MERCADO DE VALORES. CONSIDERACIONES GENERALES

Las sanciones que se imponen a las conductas objeto de análisis en este trabajo presentan una identidad de fines con las previstas para la intermediación financiera irregular, también con asiento normativo en el artículo 310 del CP⁽⁵⁾.

Se trata, en ambos casos, del ascenso a la esfera penal de normas de policía de naturaleza administrativa, orientadas a restringir la actuación de sujetos no autorizados en el mercado financiero en sus segmentos bancario (para la intermediación financiera irregular) y del mercado de valores o capitales (para las conductas estudiadas en este apartado). Esa limitación de actuación, o requerimiento de una autorización estatal, es una nota omnipresente en el derecho comparado.

En el ámbito del mercado de valores, sin embargo, el carácter sistémico de la actividad financiera presenta una menor relevancia⁽⁶⁾ para explicar la intervención estatal, disminuida -por hipótesis- la posibilidad de corridas y pánicos bancarios.

Pero sí es igualmente relevante la cuestión de la confianza de los inversores y la tutela de sus intereses, que pueden ser perjudicados por una actividad irregular o no autorizada. De allí que las actividades de captación de ahorros e intermediación en el mercado de valores sean objeto de una regulación estatal permanente, sea de modo directo por medio del ente público rector -la CNV- o indirectamente por la actuación de reglamentaciones de los mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV)⁽⁷⁾.

Claro que la existencia inobjetable de normas de policía no requiere necesariamente la presencia de sanciones de naturaleza penal, cuestión que analizamos en otra oportunidad⁽⁸⁾.

Las figuras que denominamos captación pública de ahorros e intermediación no autorizadas en el mercado de valores (art. 310, segundo párr., CP) reiteran la opción del legislador de transitar el camino de la criminalización de conductas objeto de sanción administrativa. Esa alternativa, ya debatible para la intermediación financiera irregular, la juzgamos inadecuada para el mercado de valores en la Argentina.

El texto aprobado por la ley 26733 presenta numerosos interrogantes para el intérprete dando cuenta de una técnica legislativa defectuosa, en una materia en la que por imperio del principio de legalidad las conductas típicas requieren particular precisión.

Inicialmente, sin embargo, el ámbito de comportamiento que quiere aprehender el legislador aparece sencillo de determinar: se trata de conductas de captación pública de ahorros e intermediación en el mercado de valores (en ambos casos sin autorización estatal). Y en ese marco el objetivo pareciera fundamentalmente dirigido a desalentar *in terrorem* a las actividades conocidas como banca privada⁽⁹⁾.

Para lograr esa finalidad, se introduce la punición de la conducta simple de captación de ahorros en el mercado de valores en una notable diferencia con la prohibición de la conducta compleja de intermediación financiera irregular de la primera parte del artículo 310 del CP⁽¹⁰⁾.

Esa conducta punible -si se le quiere dar sentido a las palabras del legislador- carece de una referencia extrapenal desaprovechando así la rica jurisprudencia administrativa en materia de oferta pública irregular⁽¹¹⁾, hoy objeto de prohibición en el artículo 117, inciso c), de la ley 26831 de mercado de capitales⁽¹²⁾. Esa jurisprudencia mantiene sin embargo interés como referencia para la interpretación de las conductas penalmente sancionada y será brevemente analizada en la sección siguiente.

4. CAPTACIÓN DE AHORROS E INTERMEDIACIÓN NO AUTORIZADAS EN EL MERCADO DE VALORES. ANTIJURIDICIDAD EXTRAPENAL

La letra del tipo de la parte final del artículo 310 del CP prohíbe dos conductas: la captación de ahorros del público y la intermediación en el mercado de valores, en ambos casos no autorizadas.

Como señalamos más arriba, la captación de ahorros del público en el mercado de valores⁽¹³⁾ suscita inmediatamente el interrogante acerca de la relación de ese concepto o conducta con la denominada oferta pública irregular o no autorizada.

Sobre el tema, recordamos que la oferta pública es objeto de definición en el artículo 2 de la ley 26831 en los siguientes términos (con un texto prácticamente idéntico al ahora derogado art. 16, L. 17811): "*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 o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periódicas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, medios electrónicos, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión*".

Esas conductas, realizadas sin la autorización de la CNV⁽¹⁴⁾, constituyen lo que se conoce como oferta pública irregular.

En el punto, si bien el análisis detenido lo hacemos al referirnos más abajo a la conducta típica⁽¹⁵⁾, podemos señalar que la oferta pública irregular precede a la captación de ahorros del público en el mercado de valores. O, dicho de otro modo, si existe conducta típica de captación de ahorros del público en el mercado de valores, se habrá previamente verificado la conducta antijurídica de oferta pública irregular.

Respecto de la intermediación no autorizada, aunque la redacción de la ley 17811 no era particularmente clara en el punto, la norma actual -art. 117, inc. c), L. 26831- despeja cualquier duda sobre la antijuridicidad vía la genérica prohibición incorporada: "*Prohibición de intervenir u ofrecer en la oferta pública en forma no autorizada. Toda persona física o jurídica que intervenga, se ofrezca u ofrezca servicios en la oferta pública de valores negociables sin contar con la autorización pertinente de la CNV será pasible de sanciones administrativas sin perjuicio de las sanciones penales que correspondan*".

De allí que la antijuridicidad extrapenal de la oferta pública e intermediación no autorizadas en el mercado de valores, y la sujeción a las sanciones bajo el artículo 132 de la ley 26831 para cualquier persona infractora⁽¹⁶⁾ no ofrecen espacio de debate.

4.1. LA PROHIBICIÓN DE OFERTA PÚBLICA IRREGULAR O NO AUTORIZADA

El análisis de la infracción al artículo 117, inciso c), de la ley 26831 (oferta pública irregular) presenta alguna relación con la conducta típica y con el tema de la antijuridicidad extrapenal en estudio.

De allí que consideramos interesante una referencia, aun breve, a los criterios adoptados por la CNV en la materia, los que todavía con la derogación de la ley 17811 por la ley 26831 se mantienen plenamente vigentes.

La autorización de oferta pública en el ámbito del mercado de valores cumple una función análoga a la autorización para funcionar de las entidades financieras, habilitante de la intermediación financiera⁽¹⁷⁾.

En ambos supuestos, el acto administrativo de autorización permite la captación de recursos financieros del público y también delimita el marco de supervisión y actuación del ente estatal, en este caso, de la CNV.

Aunque la autorización de oferta pública no importa un juicio valorativo acerca de los méritos de los valores negociables ofrecidos ni la certificación o validación de las afirmaciones de los emisores en el prospecto de oferta pública, su valor como señal para el inversor no es desdeñable considerando los requisitos que han de cumplirse para el ingreso y permanencia en el régimen de oferta pública.

La autorización de oferta pública, reiteramos, permite la captación de recursos financieros del público, lo que implica que esa actividad, desarrollada sin habilitación, sea antijurídica.

Resulta entonces relevante determinar qué ha de entenderse por oferta pública interpretando la previsión del artículo 2 de la ley 26831 transcrita en la sección precedente.

El tema ha sido objeto de trabajos específicos por parte de la doctrina nacional⁽¹⁸⁾, y la oferta pública irregular es la conducta más frecuentemente sancionada por la CNV.

Preliminarmente, caben las siguientes aclaraciones:

a) Las nociones de oferta pública por un lado y negociación o cotización públicas por el otro no son equivalentes. Es cierto que esa afirmación puede resultar obvia para el abogado con conocimientos específicos de la materia, y su debate ya fue superado en la doctrina previa a la ley 17811. Pero también la distinción conceptual clara fue oscurecida por la discusión acerca de la aplicación de las exenciones fiscales para las obligaciones negociables, sujetas a su colocación por oferta pública [art. 36, inc. 1), L. 23576]⁽¹⁹⁾. Por ello, conviene insistir en la distinción: la autorización de oferta pública es un acto administrativo de habilitación o permiso para la captación de recursos financieros del público mediante la colocación de valores negociables, que es competencia de un ente público (la CNV). La autorización de cotización permite la negociación de los valores negociables en un mercado autorizado por la CNV. Puede existir oferta pública sin cotización⁽²⁰⁾ y aun cotización sin oferta pública⁽²¹⁾.

b) La noción de oferta pública puede llevar a suponer que existe un concepto opuesto, normativamente definido: el de oferta privada. Desgraciadamente, esa conclusión lógica no aplica al ordenamiento nacional que, a diferencia de lo que ocurre frecuentemente en el derecho comparado⁽²²⁾, no incorpora supuestos excluidos del régimen general atendiendo por ejemplo a los montos o cantidad de inversores involucrados. De ese modo, la sombra de la antijuridicidad, con la consecuencia de potenciales sanciones administrativas o penales, se incrementa notablemente⁽²³⁾.

A fin de analizar la previamente transcrita definición del artículo 2, ley 26831, se pueden distinguir diferentes partes del concepto normativo de oferta pública:

a) *Invitación*: en el ámbito de la regulación del mercado de valores la oferta no se identifica con el concepto civilista homónimo (art. 1148, CC), sino con lo que en ese marco se denomina invitación a ofertar. Así, no resulta necesaria para la existencia de oferta pública que el acto jurídico unilateral se dirija a "*persona o personas determinadas sobre un contrato especial, con todos los antecedentes constitutivos de los contratos*". Ello implica, a modo de ejemplo, que no es necesario determinar el precio del título valor cuya colocación o venta se persigue.

b) *...que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados...*: se trata ahora de los destinatarios del acto jurídico unilateral que constituye la invitación a ofertar. La doctrina ha apuntado que es característica de la oferta al público la presencia de algún grado de indeterminación de los destinatarios⁽²⁴⁾. Pero la noción es compatible con una invitación a personas que conforman una colectividad limitada y en este sentido es oferta pública la que se realiza a un grupo determinado, en tanto el destinatario de la oferta no lo sea a título personal⁽²⁵⁾. Y tampoco se excluye el contacto personal y directo con el potencial inversor⁽²⁶⁾.

c) *...para realizar cualquier acto jurídico con valores negociables...*: esta parte del artículo 2 de la ley 26831 se refiere al objeto de la invitación y presenta la amplitud que caracteriza a la norma en análisis. Así, quedan alcanzadas las relaciones jurídicas destinadas a "*crear, modificar, transferir, conservar o aniquilar derechos*" (art. 944, CC)⁽²⁷⁾. Ello incluye, con carácter enunciativo, la invitación para comprar, vender, permutar, rescatar o suscribir valores negociables.

d) *...efectuado por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos...*: a pesar de lo que se sigue del tenor literal de la norma, el carácter del sujeto oferente es irrelevante para calificar la existencia de oferta pública. Esto es, podrá existir oferta pública aun cuando fuera efectuada por sujetos distintos de los mencionados en la norma, tal como lo resolvió la Corte Suprema de Justicia de la Nación⁽²⁸⁾ atendiendo a una lógica irrefutable de no generar escenarios que frustren la función tuitiva del régimen de autorización estatal.

e) *...por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, medios electrónicos, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión...*: la parte final de la definición de oferta pública del artículo 2 de la ley 26831 alude a la forma o medio de comunicación escogido para la invitación a ofertar. Nuevamente, se aprecia la voluntad del legislador de capturar la mayor cantidad de conductas posibles para sujetarlas al régimen de autorización al finalizarse con la referencia a "*cualquier otro procedimiento de difusión*". Es justamente esa expresión la que permite dar sentido a la, de otra manera difícil de interpretar, mención de los "ofrecimientos personales" de la norma. Para que exista oferta pública, la invitación tiene que tener la virtualidad de trascender relaciones meramente privadas e individuales. Difundir es más que simplemente comunicar: implica extender, esparcir, propagar o divulgar⁽²⁹⁾. Esto es, realizar una conducta susceptible de llegar -por cualquier medio- al conocimiento general, sectorial o grupal que es necesario para calificar la invitación como oferta pública⁽³⁰⁾.

4.1.1. La prohibición de oferta pública irregular o no autorizada: jurisprudencia administrativa

Como lo señalamos más arriba, la sanción administrativa a las conductas que se consideran una oferta pública irregular o no autorizada es el caso más frecuente en los sumarios resueltos por la CNV.

Huelga señalar la importancia que dicha interpretación tiene para contribuir a la comprensión del alcance de la conducta típica de captación de ahorros del público en el mercado de valores, objeto de análisis en este apartado.

De allí que entendamos de sumo interés práctico revisar la casuística sumarial, que ha establecido criterios en general validados en sede de apelación judicial.

La línea expositiva de la CNV refiere habitualmente al concepto de oferta pública como integrado por tres elementos⁽³¹⁾:

a) Invitación efectuada a personas en general o a sectores o grupos determinados. En este tema, son especialmente relevantes los siguientes criterios evidenciados por las resoluciones de los sumarios:

- i - la circulación de notas “despersonalizadas” permite afirmar la existencia de oferta pública⁽³²⁾ e
- ii - idéntica conclusión corresponde a la actividad realizada mediante foros en Internet, aunque se trate de sitios con registro previo⁽³³⁾.

b) Para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores o valores negociables. Sobre este punto, cabe destacar que:

- i - el carácter de títulos públicos de los títulos valores objeto de la invitación, y su consecuente exención de la autorización de oferta pública, no alcanza a propuestas formuladas por personas de derecho privado⁽³⁴⁾;
- ii - la “expresión cualquier acto jurídico” alcanza a la pretensión de remate público de títulos valores⁽³⁵⁾ y a actos jurídicos de cesión de títulos valores aún no emitidos⁽³⁶⁾; y
- iii - se alcanzan las invitaciones que se refieran de manera genérica a “fondos de inversión”, aun sin precisarse el tipo de valor negociable ofrecido⁽³⁷⁾.

c) Por cualquier procedimiento de difusión. De particular interés en este aspecto resulta señalar que:

- i - la inexistencia de publicidad o difusión por medios masivos no impide la calificación de oferta pública⁽³⁸⁾;
- ii - la presencia de espacios de publicidad en sitios web, con vínculos directos a intermediarios autorizados, puede ser considerada oferta pública⁽³⁹⁾; y
- iii. la existencia de un sitio web se ha uniformemente considerado un medio de difusión alcanzado, siendo irrelevante que los valores negociables se negociaran y adquirieran fuera del territorio nacional⁽⁴⁰⁾.

Cabe señalar que conforme el consolidado criterio de la CNV al aplicar las sanciones de la ley 17811 la infracción se configura directamente con la conducta del imputado, con independencia de la producción de un daño -el que eventualmente se valorará para determinar la extensión de la sanción-⁽⁴¹⁾.

Por otro lado, mencionamos que las sanciones impuestas no han sido severas, con alguna excepción⁽⁴²⁾, y no es infrecuente la presencia de un mero apercibimiento o multas de escasa significación económica. Esa apreciación de la gravedad de la conducta marca un claro contraste con la severidad del tipo penal en análisis y plantea interrogantes adicionales sobre el programa sancionatorio de la ley 26733.

4.2. LA INTERMEDIACIÓN NO AUTORIZADA EN LA OFERTA PÚBLICA

La actuación de intermediarios en el mercado de valores sigue la regla general del mercado financiero: es siempre requerida la autorización estatal para el contacto con el ahorro del público.

La fuerte limitación de la extensión de la autorregulación por la ley 26831⁽⁴³⁾ simplifica de algún modo las cuestiones interpretativas que podrían plantearse por la autorización de intermediación que bajo la ley 17811 correspondía a los mercados (entidades autorreguladas). En el régimen vigente, la autorización y supervisión es directa e inmediata, a cargo de la CNV⁽⁴⁴⁾, y el carácter antijurídico de la intermediación no autorizada se refleja claramente en el ya mencionado artículo 117, inciso c), de la ley 26831.

La intervención de la CNV en los supuestos de intermediación no autorizada es menos frecuente que la correspondiente a la oferta pública irregular, aunque en algún punto existe una superposición de conductas en ambas infracciones, como lo evidencian algunos de los sumarios resueltos por la CNV⁽⁴⁵⁾.

La distinción entre oferta pública irregular e intermediación no autorizada en el mercado de valores puede no ser sustantiva desde la perspectiva del derecho administrativo sancionador, pero no cabe idéntico juicio si al tema se lo mira desde la arista del derecho penal.

En este punto, creemos que puede trazarse una línea distintiva adecuada, que parte de reconocer que:

- a) la oferta pública irregular se da fuera del ámbito de la autorización de la CNV para la oferta pública de valores negociables -esto es, no existe el acto administrativo de habilitación para la captación de fondos del público- y
- b) la intermediación no autorizada se presenta en el ámbito de la oferta pública respecto de valores negociables que han sido objeto de autorización por la CNV.

Conforme a esa diferenciación, entendemos que:

- a) las actividades que capten recursos financieros del público, respecto de valores negociables no autorizados a la oferta pública, califican como oferta pública irregular y
- b) las relacionadas con la realización de actos jurídicos sobre valores negociables ya autorizados a la oferta pública por la CNV han de ser encuadradas -cuando así corresponda- como conductas de intermediación no autorizadas.

5. ANÁLISIS DEL TIPO PENAL: ARTÍCULO 310, SEGUNDO PÁRRAFO, DEL CP

El segundo párrafo del artículo 310 del CP extiende la sanción de prisión de uno a cuatro años, multa de dos a ocho veces el valor de las operaciones realizadas e inhabilitación especial de hasta seis años a *“quien captare ahorros del público en el mercado de valores o prestare servicios de intermediación para la adquisición de valores negociables, cuando no contare con la correspondiente autorización emitida por la autoridad competente”*.

A efectos del análisis del delito y el tipo penal, distinguiremos:

- a) Tipo objetivo.
- b) Tipo subjetivo.
- c) Sujetos activos.
- d) Bien jurídico protegido.
- e) Sanciones y agravantes.

5.1. TIPO OBJETIVO

Conforme la redacción del artículo 310, segundo párrafo, del CP, se alcanzan dos acciones típicas claramente diferenciadas en el ámbito del mercado de valores:

- a) la captación de ahorros del público no autorizada y
- b) la intermediación no autorizada para la adquisición de valores negociables.

Las diferencias entre ambas acciones típicas, unidas por la nota de ausencia de autorización de autoridad competente, justifican su tratamiento separado.

5.1.1. Tipo objetivo: la captación de ahorros del público no autorizada en el mercado de valores

Captar, como verbo típico, no presenta inicialmente dificultades para el intérprete: se trata de una conducta activa, equivalente a obtener, conseguir o recibir en este caso ahorros o recursos financieros del público en el mercado de valores.

Claramente, aunque la figura no abandona la nota predominante de delitos de peligro abstracto que caracteriza a las conductas previstas por la ley 26733 y, en general, a los delitos en el llamado derecho penal económico⁽⁴⁶⁾, se trata de un plus respecto de la oferta pública irregular -en la que la invitación o conducta de ofrecimiento alcanza para la ilicitud administrativa, con independencia de la aceptación de los destinatarios-.

En la captación, indudablemente, la invitación no resulta suficiente: es necesario que los recursos financieros de algunos destinatarios de la oferta pública irregular hayan salido de su patrimonio con el objeto de realizar un acto jurídico sobre valores negociables. Así, la captación puede equipararse a la invitación u oferta, seguida de la colocación o adquisición de valores negociables.

Los problemas más relevantes comienzan cuando se sale del verbo rector para entrar en los demás términos de la conducta típica: los ahorros del público en el mercado de valores.

La expresión “ahorros” es desafortunada si se la interpreta en sentido económico, ya que “ahorro” significa la existencia de un excedente de recursos, producto de la diferencia entre ingresos y consumos⁽⁴⁷⁾. Hubiera sido mejor mencionar dinero, o recursos financieros, ya que el origen de lo captado resulta irrelevante para la agresión al bien jurídico.

No obstante la imprecisión de la norma, no vemos inconveniente en asimilar ahorros a recursos financieros, dando así una consistencia a la expresión legal con el tipo vinculado del primer párrafo del artículo 310 del CP⁽⁴⁸⁾. No hay aquí recurso a la analogía o interpretación extensiva, sino la búsqueda de un significado que dé sentido a la norma penal.

La mención “del público” luego de “ahorros”, aunque pueda tildarse de imprecisa, permite a nuestro juicio la conexión o puente con la idea de masividad o generalidad que está también presente en el concepto de oferta pública irregular.

Queda para esta sección la parte final de la conducta típica y la referencia “en el mercado de valores”.

Nuevamente, la redacción es deficiente y puede generar escenarios de impunidad no deseados. Así, por ejemplo, una interpretación literal de esos términos conduciría a una abrogación fáctica del tipo.

Si se lee “en el mercado de valores” como una referencia a acciones realizadas en el ámbito de la oferta pública o de los mercados de valores autorizados, la conducta incriminada o bien se solapa con la intermediación no autorizada, o bien se reduce a ofertas públicas de negociación en un mercado de valores autorizado por la CNV, lo que es prácticamente imposible⁽⁴⁹⁾.

Ante tal situación, creemos que la expresión “en el mercado de valores” ha de entenderse no como ámbito de la conducta típica, sino como referencia al mecanismo normal de captación de recursos financieros en los mercados de valores: la realización de actos jurídicos -no limitados a la adquisición- de valores negociables.

La cuestión final a analizar es la relacionada con la ausencia de “*autorización emitida por la autoridad de supervisión competente*”.

En tanto, como se explicó, la captación es un estadio posterior a la oferta pública, y la conducta típica se relaciona con la oferta pública; la CNV es la autoridad competente en la materia.

Recordamos que, conforme lo dispuesto por la ley 26831, la CNV es una entidad autárquica con jurisdicción nacional (art. 6), a la que le compete autorizar la oferta pública de valores negociables [art. 19, inc. b)] y dictar las normas para la actuación, en cualquier carácter, en el ámbito de la oferta pública -art. 19, inc. h)-. No existe otra autoridad competente, sin perjuicio de las potestades que el artículo 85 de la ley 26831 concede al Banco Central de la República Argentina⁽⁵⁰⁾, cuya eventual infracción no consideramos típica⁽⁵¹⁾.

Y, por cierto, las infracciones a las normas de los mercados autorizados por la CNV (art. 32, L. 26831), vinculadas con la cotización de valores negociables, son también ajenas al tipo.

5.1.2. Tipo objetivo: la intermediación no autorizada en el mercado de valores

La segunda conducta típica incluida en la norma penal sanciona a quien prestare servicios de intermediación financiera para la adquisición de valores negociables sin autorización.

El lenguaje utilizado abunda en términos, para lo que puede presentarse de un modo más sencillo como la realización de actividades de intermediación no autorizada en el ámbito de la oferta pública.

La intermediación en el mercado de valores se distingue de la intermediación financiera propia del mercado bancario (art. 1, L. 21526), objeto del primer párrafo del artículo 310 del CP analizado en otra oportunidad⁽⁵²⁾.

Brevemente, recordamos aquí que la intermediación financiera es una conducta compleja integrada por actividades de captación y colocación, de necesaria presencia para afirmar su existencia.

En el ámbito de la oferta pública o del mercado de valores, la intermediación retoma su sentido jurídico más común, vinculado con una actividad de acercamiento o intervención para facilitar la realización de una transacción. Así, normalmente, el intermediario actúa facilitando el acuerdo de dos partes que asumen los riesgos económicos y legales de la transacción, sin que el valor negociable tenga que ser incorporado necesariamente al patrimonio del intermediario para su reventa o negociación posterior.

En ese marco, el intermediario no opera como representante de ninguna de las partes, aunque la existencia por parte de un emisor o titular de valores negociables de un mandato para su venta o colocación no excluye a nuestro juicio la tipicidad de la conducta (idéntica conclusión cabe cuando el intermediario opere con valores negociables previamente adquiridos por él).

Algunas aclaraciones para sustentar la opinión del texto:

a) Lo que afirmamos es que la simple actividad de mediación o acercamiento alcanza para tipificar la conducta como delito. Pero no que una actividad más compleja que incluya operaciones de cartera propia (valores negociables previamente adquiridos) sea atípica.

b) La relación jurídica entre el intermediario y el emisor o titular de los valores negociables resulta jurídicamente irrelevante para la tipicidad. En tal sentido, podrá o no existir un mandato -con o sin representación- con el intermediario, pero ello nada quita o agrega a la calificación de la conducta. Lo relevante es siempre la actividad que permite captar fondos del público mediante la enajenación de valores negociables.

Aunque la norma penal no hace referencia directa a la habitualidad o masividad, la mención a la prestación de servicios de intermediación impide subsumir en el tipo una conducta única o aun a múltiples acciones que no presenten riesgo alguno para el bien jurídico protegido.

La intermediación ha de referirse a la adquisición de valores negociables⁽⁵³⁾. “Adquisición” significa incorporar al patrimonio un valor negociable a título oneroso. Sin violencia al principio de legalidad, entendemos que pueden incluirse en la conducta típica otros negocios jurídicos distintos de la compraventa, en tanto se presenten las condiciones descriptas en el párrafo previo.

La inexistencia de “autorización emitida por la autoridad competente” debe interpretarse en el contexto de la ley 26831 y la estructura normativa del mercado de capitales en la Argentina⁽⁵⁴⁾.

A diferencia de lo que ocurría bajo la ley 17811, la norma ahora vigente pone directamente en cabeza de la CNV el registro y supervisión de los intermediarios -art. 19, inc. d), L. 26831-, y es en consecuencia esa autorización (vigente)⁽⁵⁵⁾ la excluyente de la tipicidad de la conducta del intermediario. En este punto, conviene precisar que la autorización o registro del mercado de valores debe corresponder a la actividad de intermediación en su integridad y no a otras que -aun necesitadas de una expresa habilitación- tienen un alcance más limitado. Nos referimos, fundamentalmente, a la actuación de los denominados productores⁽⁵⁶⁾, cuya actuación se acota a referenciar o presentar del cliente al intermediario autorizado.

Un tema relevante en la práctica se presenta por la existencia de mandatos que autorizan la adquisición de títulos valores por cuenta del inversor (mandante) o -en otra variante conocida- de contratos de asesoramiento y administración de carteras de inversión. En ambos supuestos, más allá de la intención que pueda atribuirse al legislador respecto del desaliento de la actividad de banca privada⁽⁵⁷⁾, las conductas de los mandatarios o asesores o administradores deben reputarse atípicas.

Las sanciones penales no pueden extenderse a supuestos como los mencionados, que reflejan negocios jurídicos cuya causa fin se aleja de la captación de fondos mediante la colocación de títulos valores, o constituir una actividad de intermediación en el mercado de valores⁽⁵⁸⁾. El principio de legalidad aparece en este punto como una barrera infranqueable en vía interpretativa⁽⁵⁹⁾.

Por último, no ignoramos que en la práctica podrá resultar complejo el deslinde entre la conducta típica sancionada penalmente y la infracción administrativa de oferta pública irregular. En tales casos, convendrá recordar como guía la línea distintiva que trazamos más arriba respecto de los ilícitos administrativos de oferta pública irregular e intermediación no autorizadas en el mercado de valores⁽⁶⁰⁾.

5.2. EL TIPO SUBJETIVO

La norma en análisis no contiene un lenguaje particular respecto del tipo subjetivo ni califica de algún modo las acciones típicas.

Por lo tanto, entendemos que cualquier modalidad de dolo (directo o eventual) será suficiente para configurar el tipo subjetivo. El dolo se agota en la acción de captación o intermediación, sin que quepa exigir a aquella una finalidad o propósito particular.

Por otro lado, no se prevén -siguiendo el temperamento habitual del CP- sanciones por culpa o conducta imprudente.

5.3. SUJETOS ACTIVOS

La letra de la norma penal permite afirmar que el delito en análisis no es en especial propio ni impropio, y cabe en consecuencia la autoría para cualquier persona que realice la acción típica.

En la práctica, ha ocurrido que las conductas ahora tipificadas han sido frecuentemente ejecutadas por personas jurídicas. Ello remite inmediatamente a la interpretación de las normas penales sobre responsabilidad de las personas jurídicas incluidas en el Libro Segundo del Título XIII del CP. El tema no puede ser desarrollado en este trabajo, por lo que remitimos al tratamiento particular que realizamos en otra oportunidad⁽⁶¹⁾.

Notamos, sin embargo, que para las conductas típicas vinculadas con el mercado de valores, a diferencia de lo que ocurre para la intermediación financiera, la segunda parte del artículo 310 del CP omite una referencia a los términos "por cuenta propia o ajena" y "directa o indirectamente" que incorpora la norma en estudio.

No se aprecian razones para la diferencia pero, como lo señalamos precedentemente, la expresión "por cuenta propia o ajena" resulta innecesaria, en tanto "directa o indirectamente" remite a posibles escenarios de autoría mediata, los que en última instancia exceden a un tipo penal particular.

5.4. BIEN JURÍDICO PROTEGIDO

El tipo penal en estudio se incorpora dentro del Título XIII del Libro Segundo del CP, que se refiere a delitos que agreden el orden económico y financiero.

Hemos señalado que el orden económico y financiero, no es un concepto que represente de un modo adecuado la función del bien jurídico protegido⁽⁶²⁾. Cabe aquí señalar cuáles bienes jurídicos e intereses son concretamente afectados por la captación de ahorros del público y intermediación no autorizadas en el mercado de valores.

En ese marco, se sostiene la conclusión general aplicable a las conductas tipificadas por la ley 26733: el bien jurídico protegido en este caso no tiene carácter individual, no hay necesidad de la existencia o identificación de una víctima ni es el perjuicio patrimonial un requisito para la sanción penal.

No se protege, de este modo -al menos, no de manera directa-, al ahorrista o inversor, ni tampoco la renta o patrimonio de los intermediarios autorizados en el mercado de valores, que pueden verse afectados por la competencia de sujetos no autorizados. Tampoco el patrimonio estatal se ve involucrado.

Esas consecuencias se desprenden de la calificación de delito de peligro abstracto que corresponde asignar a la captación de ahorros del público e intermediación no autorizadas en el mercado de valores.

La discusión pasa así por la identificación del interés supraindividual o colectivo en el que las alternativas presentadas respecto de la intermediación financiera irregular⁽⁶³⁾ pueden encontrar una cabida teórica, sea de modo singular o asignando a la figura el carácter de delito pluriofensivo.

En nuestra opinión, y coherentes con un desarrollo previo⁽⁶⁴⁾, el bien jurídico protegido es la integridad del sistema financiero, particularizado en este caso en el mercado de valores.

Abonan esa conclusión las consideraciones claramente sistémicas que fundamentan la letra de las normas básicas que conforman el marco regulatorio del mercado de capitales. En su tiempo, en el decreto 677/2001 podían apreciarse numerosas referencias a objetivos supraindividuales como la estabilidad, solvencia y transparencia del mercado financiero, y el debilitamiento estructural que se sigue de regímenes poco transparentes o con un marco legal (incluyendo su aplicación) deficiente. Aun con otros matices ideológicos y una pretensión de mayor presencia pública en el funcionamiento del mercado de capitales, la ley 26831 también se vincula con intereses colectivos.

En este supuesto, de modo análogo a lo afirmado para la intermediación financiera irregular, y considerando especialmente el marcado activismo de la CNV para las infracciones administrativas vinculadas a las conductas típicas analizadas⁽⁶⁵⁾, habrá de prestarse especial atención a la ofensividad del comportamiento para poder afirmar su antijuridicidad material y consecuente punibilidad, por lo que deberán descartarse como objeto de sanción penal las actividades no significativas carentes de repercusión en el mercado financiero⁽⁶⁶⁾.

5.5. SANCIONES Y AGRAVANTES

Las penas impuestas por la primera parte del artículo 310 del CP, así como el mínimo agravado previsto por la parte final de esa norma, son comunes a la intermediación financiera no autorizada y a las conductas analizadas en este trabajo.

De manera similar a lo previsto para otras figuras incorporadas por la ley 26733, se prevé un tipo o conducta básica -la hasta aquí analizada- y otra calificada con sanciones agravadas.

Para el tipo básico, corresponde:

- a) pena privativa de libertad de uno a cuatro años,
- b) multa de dos a ocho veces el valor de las operaciones realizadas e
- c) inhabilitación especial de hasta cinco años.

Se trata de sanciones severas, en ausencia de previsión de daño o condición objetiva de punibilidad vinculada con un perjuicio patrimonial, aunque resultan inferiores a las previstas en el proyecto enviado por el Poder Ejecutivo Nacional, fuente directa de la ley 26733 (prisión de dos a ocho años).

A ello cabe agregar, respecto de la multa, que su aplicación tal como se sigue del tenor literal de la norma resulta potencialmente violatoria del principio de proporcionalidad y de dudosa constitucionalidad. Nótese que la pena pecuniaria no tiene relación con el beneficio obtenido o perjuicio de un tercero -elementos que, insistimos, no son parte del tipo-, sino que -sin margen de apreciación judicial- se equipara al monto de las operaciones realizadas⁽⁶²⁾.

En lo que hace a la inhabilitación especial, se trata de una pena que *“producirá la privación del empleo, cargo, profesión o derecho sobre el que recayere y la incapacidad para obtener otro del mismo género durante la condena”* (art. 20, CP).

Por último, cabe referirnos a la conducta agravada, la que se vincula con la existencia de mecanismos de comunicación masiva, lo que se considera -razonablemente- como una agresión más intensa al bien jurídico protegido.

El supuesto legal, previsto por la parte final del artículo 310 del CP, establece que *“el monto mínimo de la pena se elevará a dos (2) años cuando se hubieran utilizado publicaciones periódicas, transmisiones radiales o de televisión, Internet, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión masiva”*.

La redacción no presenta dificultades interpretativas: la enunciación cubre variados escenarios de difusión masiva y el cierre incorpora hipótesis sin mención expresa pero alcanzados por esa potencialidad comunicativa. Cabe, no obstante, señalar que, al igual que el tipo principal, la figura agravada es de peligro abstracto y no requiere en consecuencia analizar si efectivamente la difusión realizada alcanzó o no a una cantidad de personas que pueda calificarse de masiva.

Notas

[1:] Para un panorama actual del tema, remitimos a Paolantonio, Martín E.: “Derecho penal y mercado financiero: ley 26733” - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - Cap. 1, con amplias referencias de doctrina y sus variados acercamientos al derecho penal económico

[2:] Sobre el tema, Paolantonio, Martín E.: “Derecho penal y mercado financiero: ley 26733” - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 48 y sus referencias

[3:] Para una ampliación sobre el tema, ver la doctrina indicada en Paolantonio, Martín E.: “Derecho penal y mercado financiero: ley 26733” - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - Cap. 1 - notas 124 y ss. y pág. 348 y ss.

[4:] Para el lector interesado en el análisis de la L. 26831, remitimos a Paolantonio, Martín E.: “Reforma del mercado de capitales” - LL - 4/12/2012 y “Opciones de diseño institucional en la ley del mercado de capitales” - LL - Supl. Esp. Regulación del Mercado de Capitales - 6/12/2012, donde se presentan otros trabajos de interés sobre la L. 26831

[5:] Figura que analizamos en Paolantonio, Martín E.: “Derecho penal y mercado financiero: ley 26733” - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - Cap. 5

[6:] Menor relevancia no significa inexistencia, ya que la distinción entre mercado bancario y mercado de valores es normativa y conceptual, pero no de carácter económico. Problemas en el mercado de valores pueden trasladarse al sistema financiero general, y las crisis de confianza no respetan ni distinguen las distinciones apuntadas

[7:] En este punto, en el más limitado ámbito que la L. 26831 ha dejado a los mercados, anteriormente agrupados con la denominación genérica de “entidades autorreguladas”. Ver nuestros trabajos sobre la L. 26831 en Paolantonio, Martín E.: “Reforma del mercado de capitales” - LL - 4/12/2012 y “Opciones de diseño institucional en la ley del mercado de capitales” - LL - Supl. Esp. Regulación del Mercado de Capitales - 6/12/2012

[8:] Paolantonio, Martín E.: “Derecho penal y mercado financiero: ley 26733” - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - Cap. 1 - pág. 348 y ss.

[9:] Por “banca privada” puede entenderse a los servicios financieros prestados por personas del exterior que han sido masivamente utilizados por ciudadanos argentinos para fines de ahorro fuera de las fronteras nacionales. En lo relevante para este apartado, se ofrecen inversiones en valores negociables, primariamente sin un componente de “riesgo argentino”, mediante la apertura de cuentas de corretaje o custodia en el exterior. En muchos casos, esas inversiones no son declaradas ante la autoridad impositiva, que es la razón que a veces se afirma para justificar su prohibición

[10:] Paolantonio, Martín E.: “Derecho penal y mercado financiero: ley 26733” - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - Cap. 1 - pág. 194 y ss.

[11:] *Infra*, Sección 4.1.1

[12:] Así, para la primera parte del art. 310, CP (intermediación financiera irregular), se utiliza un concepto extrapenal que resulta discutido en sus alcances por la doctrina y carente de una jurisprudencia administrativa de carácter público y consolidada. Pero para la segunda parte de la norma, objeto de este trabajo, se ignora en la redacción el concepto de oferta pública irregular, consistentemente precisado por decenas de resoluciones en sumarios de la CNV y aceptadas sin mayores cuestionamientos en la jurisprudencia judicial

[13:] Lo aclaramos aquí, y lo explicamos *infra*, Sección 5.1.1: la expresión "en el mercado de valores" ha de interpretarse como "mediante títulos valores" o "mediante valores negociables"

[14:] Ente autárquico con jurisdicción nacional (art. 6, L. 26831) que tiene entre sus funciones la de autorizar la oferta pública de valores negociables -art. 19, inc. b), L. 26831-

[15:] *Infra*, Sección 5.1.1

[16:] Cabe recordar que la CSJN consideró que *"no resulta definitoria del concepto de oferta pública de títulos valores la característica mencionada en el art. 16, L. 17811, de que dicha oferta sea efectuada por emisores u organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de los mismos, ya que admitir lo contrario equivaldría a excluir del ámbito de aplicación de dicha ley a los sujetos que no siendo emisores ni personas dedicadas en forma exclusiva al comercio de títulos valores efectúan invitaciones a realizar actos jurídicos con dichos títulos mediante procedimientos de difusión masiva, lo cual frustraría la finalidad de control y fiscalización instituida por dicha ley"* (["Small de Bello, Selva c/Comisión Nacional de Valores"](#) - CSJN - 3/10/1985). La solución es hoy además de recibo en la L. 26831 -art. 19, inc. a)-, que otorga facultades a la CNV para *"supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que, por cualquier causa, motivo o circunstancia, desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables, otros instrumentos, operaciones y actividades contempladas en la presente ley y en otras normas aplicables, que por su actuación queden bajo competencia de la CNV"*

[17:] Existe, no obstante, una diferencia notable entre ambas: mientras la autorización del BCRA permite una reiteración de operaciones con el público, la otorgada por la CNV es limitada a los valores negociables cuya oferta pública es autorizada (art. 84, L. 26831)

[18:] Entre ellos, Camerini, Marcelo: "La oferta pública y la colocación privada" - LL - 2003-E-1025; Carassai, Hernán y Fernández Madero, Nicolás: "Oferta privada de valores negociables" - ED - 205-662; Fernández Madero, Nicolás: "El concepto de oferta pública y su reglamentación. Hacia una reforma de la ley 17811" - JA - 2004-IV-1373; Fernández Madero, Nicolás: "Nuevos apuntes sobre el control de la oferta pública" - Impuestos - 2009-643; Linares Bretón, Samuel: "La ley de oferta pública de títulos valores, bolsas o mercados de comercio y mercado de valores" - LL - 131-1516; Serrano Redonnet, Diego y Grigioni, María: "¿Cuándo existe oferta pública de valores negociables?" - ElDial - Suplemento - 18/6/2004. El tema fue incluso abordado con anterioridad a la L. 17811: Bargalló Cirio, Juan: "Alcances y consecuencias del artículo 1 del decreto 15353/1946 sobre permiso para el ofrecimiento público de valores" - JA - 1955-IV - pág. 54; Cordeiro Álvarez, Ernesto: "El decreto ley 15353/1946 y el ofrecimiento público de valores" - JA - 1955-III - pág. 22; Olivera, Julio: "Régimen de permiso para la oferta pública de valores" - JA - 1955-III - pág. 39 y Olivera, Julio: "La protección del ahorro público y el permiso para la oferta de valores" - JA - 1956-I - pág. 6. Reiteramos que, aunque la L. 17811 fue derogada íntegramente por la L. 26831, el concepto de oferta pública se ha mantenido en todos sus aspectos sustantivos inalterado por la nueva norma

[19:] Sobre el tema, Kenny, Mario y Villegas, Marcelo: "Oferta pública de valores negociables. Requisito de colocación por oferta pública, emisiones internacionales y contratos de *underwriting*" - LL - 2005-C-1061

[20:] Supuesto frecuente en la década de 1990, en la que emisiones de deuda autorizadas por la CNV se colocaban íntegramente en el exterior sin solicitarse su cotización en un mercado local

[21:] Así, los títulos públicos hoy referidos por el art. 83, L. 26831, que se excluyen de la autorización de oferta pública pero pueden negociarse en los mercados de valores habilitados

[22:] Los casos más conocidos por su relevancia para las empresas argentinas activas en el mercado internacional de capitales corresponden a los Estados Unidos (ver Paolantonio, Martín E.: "Operaciones financieras internacionales" - Rubinzal - Culzoni Editores - Santa Fe - 1997). Pero la presencia del concepto de ofertas privadas es frecuente en otras legislaciones. Para mencionar solo a países latinoamericanos, ver por ejemplo arts. 8, ley del mercado de valores de México; 2, ley de mercado de valores de Uruguay, y 5, ley del mercado de valores de Perú. En líneas generales, la oferta se calificará como privada por la ausencia de medios de difusión masiva en la colocación, la limitación del número máximo de inversores y/o la restricción de colocación a inversores no sofisticados

[23:] La conveniencia de definir la oferta pública por exclusión, o en otros términos, lo que debe entenderse por oferta privada, ha sido favorecida por la doctrina (ver por ejemplo Fernández Madero, Nicolás: "El concepto de oferta pública y su reglamentación. Hacia una reforma de la ley 17811" - JA - 2004-IV- 1373). Sin embargo, ni el D. 677/2001 -que modificó a la L. 17811-, ni la CNV han transitado ese camino, omisión que voluntariamente se ha reiterado en la L. 26831. La ahora presente amenaza penal subraya la relevancia de revisar ese criterio, de modo de ofrecer claridad a los destinatarios de la norma acerca del alcance concreto de las conductas que se pretende desalentar y evitar zonas de impunidad favorecidas por la alegación de un error de tipo

[24:] Linares Bretón, Samuel: "La ley de oferta pública de títulos valores, bolsas o mercados de comercio y mercado de valores" - LL - 131-1516. Afirma que el destinatario de la oferta debe ser "el público" genéricamente considerado o una parte "del público" (como, por ejemplo, cuando se dice "a los industriales", "a los empleados", etc.). Camerini, Marcelo: "La oferta pública y la colocación privada" - LL - 2003-E-1025 indica que *"es necesario que el oferente realice la invitación a personas en general"*; Serrano Redonnet, Diego y Grigioni, María: "¿Cuándo existe oferta pública de valores negociables?" - ElDial - Suplemento - 18/6/2004. Señalan que *"la aptitud para que cualquier persona sea receptora de la invitación, mientras que la individualización solo tenga lugar al momento de aceptar la oferta, es lo que tipifica la oferta pública"*

[25:] Olivera, Julio: "Régimen de permiso para la oferta pública de valores" - JA - 1955-III - pág. 39. Aclaraba ya la cuestión antes de la L. 17811: *"Lo importante, desde este punto de vista, es que el destinatario de la oferta no lo sea a título personal, sino como unidad de un conjunto gregario más o menos extenso, esto es, como individuo del público o de un público"*

[26:] En sentido contrario, Camerini, Marcelo: "La oferta pública y la colocación privada" - LL - 2003-E-1025. No consideramos acertada la limitación propuesta por ese autor, a menos que se la complemente con precisiones acerca del número de personas contactadas y los medios utilizados para formular la invitación. Más aún considerando la referencia a ofrecimientos personales que contiene la norma

[27:] Norma equivalente al art. 259, proyecto de CC de 2012

[28:] ["Small de Bello, Selva c/Comisión Nacional de Valores"](#) - CSJN - 3/10/1985

[29:] Primera y cuarta acepción del término - Diccionario de la Real Academia Española (www.rae.es)

[30:] En sentido análogo, Serrano Redonnet, Diego y Grigioni, María: "¿Cuándo existe oferta pública de valores negociables?" - ElDial - Suplemento - 18/6/2004

[31:] Así surge de las resoluciones sumariales publicadas en el sitio web de la CNV (www.cnv.gob.ar) y lo destaca Fernández Madero, Nicolás: "Nuevos apuntes sobre el control de la oferta pública" - Impuestos - 2009-643. Todas las citas de resoluciones de sumarios corresponden a los textos publicados por la CNV en su sitio web. Los elementos del concepto normalmente mencionados por la CNV se atribuyen en cita a un trabajo de Bacqué, Jorge: "Requisitos para efectuar oferta pública de títulos valores en el régimen de la ley 17811". No se suele dar la fuente completa de esa obra, que corresponde a un ciclo de conferencias organizadas por la Universidad de Belgrano en 1980 (Temas de Derecho Comercial - Ed. de Belgrano - Bs. As. - 1980 - vol. 3 - pág. 199)

[32:] R. (CNV) 15966 (28/8/2008), "B. V. Emprendimientos SA". En el caso las notas se habían dirigido a "Sr./Sra. Inversor"

[33:] R. (CNV) 16007 (30/10/2008), "Pablo Tell s/denuncia". En una situación infrecuente. El fallo fue revocado en sede judicial: "CNV c/Pablo Tell s/organismos externos" - CNCom. - Sala E - 3/9/2009. La sentencia no solo es una rareza por la revocación de lo resuelto por la CNV, sino por una fundamentación de naturaleza penal (tentativa impune), elaborada en el Dict. de Fiscalía seguido por el fallo

[34:] R. (CNV) 16173 (28/12/2011), "TIG Tarraubella Investment Group". La solución refleja el carácter personal de la exención prevista por el art. 83, L. 26831, que expresamente califica como oferta pública la negociación de títulos públicos exentos por personas de derecho privado. En un sentido similar, para títulos públicos recibidos como consecuencia de sentencias judiciales canceladas por esa vía: R. (CNV) 16492 (29/12/2010), "Trading y otros" y R. (CNV) 15355 (16/3/2006), "Visual Consultora"

[35:] R. (CNV) 14137 (26/9/2002), "Pedido de investigación s/subasta acciones de Havanna"

[36:] R. (CNV) 15355 (16/3/2006), "Visual Consultora" [confirmado por el fallo "CNV c/Visual Consultora s/posible oferta pública irregular" - CNCom. - Sala E - 23/2/2007, criterio reiterado en la R. (CNV) 15682 (22/4/2008), "Avati"]

[37:] R. (CNV) 16255 (6/1/2010), "Mercado de Valores del Litoral". La invitación se refería genéricamente a "fondos de inversión"

[38:] R. (CNV) 16125, "Palmares Sociedad de Bolsa SA". En este caso, la operatoria vinculaba nuevamente a la cesión de derechos sobre títulos públicos (*supra* nota 34). Se realizaba mediante contactos directos y personales con miembros de las Fuerzas Armadas en diferentes lugares del país

[39:] R. (CNV) 14736 (19/2/2004), "Consulred SA". Se trataba del sitio bolsa.com.ar, lo que probablemente haya influenciado en la resolución. Y no consta que en dicho sitio web se aclarara el mero carácter publicitario. De todas maneras, es un precedente que -a diferencia de los demás mencionados en esta sección- no resulta susceptible de generalización

[40:] R. (CNV) 15962, "Paullieronline.com - Iñaki Laburu". Aunque la jurisprudencia administrativa es reiterada en este sentido, no podemos dejar de mencionar la R. (CNV) 16513 (17/2/2011), "César E. Bustos s/denuncia", en relación con las actividades de Wachovia Securities. Allí se aprecian quizá los criterios mejor definidos acerca de los requisitos que para la CNV constituyen oferta pública e intermediación irregular en el ámbito de la oferta pública, que también incluyó la existencia de sitios web

[41:] La jurisprudencia administrativa es reiterada. Baste aquí decir que conocemos un solo caso en que se reconoció la inexistencia de daño como circunstancia exculpatoria, en un contexto fáctico muy particular derivado del incumplimiento de normas en la crisis económica de 2001. Los sumarios fueron absueltos, pero con la consideración expresa de tratarse de un supuesto excepcional: R. (CNV) 15488 (5/10/2006), "Dolphin Latin América s/creación"

[42:] R. (CNV) 16513 (17/2/2011), "César E. Bustos s/denuncia", relacionado con las actividades de Wachovia Securities. Allí se aprecian quizá los criterios mejor definidos acerca de los requisitos que para la CNV constituyen oferta pública e intermediación irregular en el ámbito de la oferta pública, que también incluyó la existencia de sitios web

[43:] Paolantonio, Martín E.: "Opciones de diseño institucional en la ley del mercado de capitales" - LL - Supl. Esp. Regulación del Mercado de Capitales - 6/12/2012

[44:] Art. 19, L. 26831

[45:] Ver, por ejemplo, el caso "Wachovia" citado anteriormente. También R. (CNV) 15070 (12/5/2005), "Preceder.com.ar"

[46:] Del tema, en el marco de los aspectos particulares del derecho penal económico, nos ocupamos en Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 23 y ss.

[47:] En esta línea, también las dos primeras acepciones del verbo "ahorrar" en el Diccionario de la Real Academia Española, disponible en www.rae.es

[48:] En su análisis (Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 195 y ss.) señalamos -con el apoyo de la doctrina y jurisprudencia- que el concepto de recursos financieros es superador del de dinero como objeto de la intermediación financiera. Lo propio, para este desarrollo, afirmamos para la referencia a ahorros. El origen de los recursos captados, así como su naturaleza (en tanto mantengan su característica financiera), no es relevante para la existencia de la conducta típica. Ahorros así no es más que una disponibilidad de recursos financieros

[49:] Dicho de otro modo, si "en el mercado de valores" se lee como equivalente a una referencia material para la acción típica ("en los mercados de valores"), la posibilidad de aplicación del tipo se limita a hipótesis de escuela en que se logra una autorización de cotización sin una válida autorización de oferta pública

[50:] La norma prescribe: "Intervención del BCRA. El BCRA en ejercicio de sus funciones de regulación de la moneda, el crédito y de la ejecución de la política cambiaria puede limitar, con carácter general y por el tiempo que estime necesario, la oferta pública de nuevas emisiones de valores negociables. Esta facultad podrá ejercerla indistintamente respecto de los valores negociables públicos o privados. La resolución debe ser comunicada a la CNV para que suspenda la autorización de nuevas ofertas públicas y a los mercados para que suspendan la autorización de nuevas autorizaciones o negociaciones"

[51:] El ámbito de la última norma es mucho más limitado, no vinculado con la integridad del sistema financiero o del mercado de valores (bien jurídico tutelado), sino -como claramente surge de su texto- con cuestiones de política económica de carácter temporario y coyuntural. Es pues necesario darle un sentido a las conductas típicas, de modo que estas no puedan identificarse simplemente como delitos de desobediencia

[52:] Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 194 y ss.

[53:] Para el análisis del concepto de valores negociables, Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 109 y ss.

[54:] Paolantonio, Martín E.: "Reforma del mercado de capitales" - LL - 4/12/2012 y "Opciones de diseño institucional en la ley del mercado de capitales" - LL - Supl. Esp. Regulación del Mercado de Capitales - 6/12/2012

[55:] En los casos de revocación de la inscripción, la conducta adquirirá tipicidad, y la misma conclusión corresponde al supuesto de suspensión (arts. 51 y 143, L. 26831). Nótese en este sentido, por ejemplo, la previsión del actual art. 5 del Reglamento Operativo del Mercado de Valores de Buenos Aires: *"El agente de bolsa o sociedad suspendidos, cualquiera fuere el carácter de la suspensión, quedan inhabilitados para ejercer la actividad de tales que les autorizan el Estatuto y el presente Reglamento, por el tiempo que dure la suspensión, estándoles vedada la concertación de operaciones en bolsa"*

[56:] La afirmación del texto se basa en el aún hoy vigente art. 42 del Reglamento Interno del Mercado de Valores de Buenos Aires: *"Los agentes de bolsa y las sociedades pueden celebrar contratos con personas físicas o jurídicas que les aporten clientes o comitentes para realizar operaciones de bolsa y podrán cederles parte de su retribución..."*. Habrá que revisar esa afirmación con la reglamentación que la CNV realice respecto de la L. 26831, aunque tradicionalmente la actividad del productor se entiende en los términos descriptos

[57:] *Supra*, Sección 3

[58:] La conclusión del texto supone la posibilidad de una calificación jurídica del contrato por el juez que sea coincidente con la presencia de alguno de los negocios jurídicos indicados. A ello se agrega que, fuera del ámbito de esos contratos, el mandatario, administrador o asesor no estén realizando otras conductas que puedan subsumirse en el tipo o alienten una conclusión en ese sentido (por ejemplo, el ofrecimiento al público de sus servicios o su presentación "comercial" como intermediario del mercado de valores). Agregamos a lo dicho que, a diferencia de lo que ocurre en otros países, la actuación de asesores financieros independientes no cuenta, al tiempo de este trabajo, con una regulación legal o de la CNV. No obstante, habrá que revisar la futura reglamentación de la CNV sobre el art. 19, inc. k), L. 26831 para una conclusión definitiva sobre el tema

[59:] No existen en nuestro país normas similares a las de países como Colombia, donde el asesoramiento para invertir en valores negociables en el régimen de oferta pública se califica como una operación de intermediación de valores: Fagua Guaque, Néstor: "La asesoría como forma de intermediación de valores" - <http://ssrn.com/>. De todos modos, habrá que revisar la futura reglamentación de la CNV sobre el art. 19, inc. k), L. 26831

[60:] *Supra*, Sección 4.2

[61:] Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 283 y ss.

[62:] Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 51 y ss.

[63:] Nos referimos a la estabilidad del sistema financiero, el ahorro del público o la confianza del público en el sistema financiero, o aun a la más genérica identificación del orden económico como objeto de tutela: Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 211 y ss.

[64:] Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - pág. 58 y ss.

[65:] *Supra*, Sección 4.1

[66:] Subraya la necesidad de que exista algún peligro de lesión, pero para el patrimonio del inversor, Orce, Guillermo en Baigún, David y Zaffaroni, Eugenio: "Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial" - Ed. Hammurabi - Bs. As. - T. 12 - pág. 664. Nuestra visión no es plenamente coincidente: el peligro de lesión ha de existir, pero respecto del bien jurídico tutelado, que no es el patrimonio del inversor. Pero sí nos parece indiscutible que interpretar el tipo como una simple figura de desobediencia resulta, como afirma Orce, de difícil fundamentación en un Estado de derecho

[67:] Recordemos que, aun como solución de última instancia, la multa no satisfecha importa pena privativa de libertad (art. 21, CP). Compárese con el régimen de multas administrativas de la ley de entidades financieras (art. 41), que requieren una valoración expresa por parte del BCRA de la magnitud de la infracción, el perjuicio ocasionado a terceros, el beneficio generado para el infractor y el volumen operativo del infractor. Ver también las consideraciones adicionales sobre esta cuestión en Paolantonio, Martín E.: "Derecho penal y mercado financiero: ley 26733" - AbeledoPerrot - Bs. As. - 2012 - págs. 357/8