



© Copyright by  
editorial hammurabi s.r.l.

Talcahuano 481 - 4° piso  
C1013AAI - Buenos Aires - Argentina  
Tel.: (54-11) 4382-3586 — líneas rotativas—  
E-mail: info@hammurabi.com.ar  
www.hammurabi.com.ar

Producción integral



concept design

de Fernando Lucas Depalma  
Tel.: 4382-2080 — líneas rotativas—

Esta edición de 1000 ejemplares,  
más sobrante para reposición  
se terminó de imprimir  
en el mes de febrero de 2013  
en los talleres gráficos «St Gráfico»  
San Antonio 834, Buenos Aires - Argentina

Hecho el depósito de ley 11.723  
Derechos reservados  
Prohibida su reproducción total o parcial

Impreso en Argentina / Printed in Argentina

ISBN: 978-950-741-049-9 — obra completa encuadernada  
ISBN: 978-950-741-591-3 — tomo 12 — encuadernado  
ISBN: 978-950-741-048-2 — obra completa rústica  
ISBN: 978-950-741-590-6 — tomo 12 — rústica

• Argentina. Códigos

**Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial.**  
Dirigido por DAVID BAIGUN y EUGENIO RAUL ZAFFARONI; coordinado por MARCO ANTONIO TERRAGNI  
1ª ed., Buenos Aires, Hammurabi, 2013.  
Vol. 12, 888 ps., 23 x 16 cm.

ISBN: 978-950-741-590-6 — edición rústica.  
ISBN: 978-950-741-591-3 — edición encuadernada.

1. Código Penal Argentino. I. Terragni, Marco A., coord. II. Baigún, David, dir.  
III. Zaffaroni, Eugenio R., dir

CDD 348.023  
Fecha de catalogación: 12/12/2012

348.023  
CDD



David Baigún • Eugenio Raúl Zaffaroni dirección  
Marco Antonio Terragni coordinación

# Código Penal

y normas complementarias.  
*Análisis doctrinal y jurisprudencial*

12

Artículos 300/316. Parte Especial

Marcela De Langhe supervisión

BIBLIOTECA DE LA PROCURACION GENERAL	5204
UBICACION	1234



**hammurabi**

JOSE LUIS DEPALMA • EDITOR

dicas del hecho de encubrir según sea la gravedad del hecho previo. Dice, en efecto, el § 258, StGB —que regula en general el delito de encubrimiento (“frustración de pena”)— en su párr. 3º: “La pena no puede ser más grave que la pena con la que está amenazado el hecho previo”; y lo correspondiente dice el art. 452, parte 1ª del Cód. Penal español: “En ningún caso podrá imponerse pena privativa de libertad que exceda de la señalada al delito encubierto”. También el derogado art. 279, inc. 1º del Cód. Penal (para el delito de lavado de dinero, legislado en aquel momento como encubrimiento agravado) contenía expresamente dicha regla.

El tipo penal que aquí comentamos puede ser denominado como un delito internacional. Entonces, es propio de una mejor técnica legislativa el establecer una regla que resuelva el problema en los casos en los que el delito posterior es cometido fuera del ámbito de aplicación espacial del Código Penal. Y esto es lo que resuelve el inc. 4º del art. 306.

La regla fue importada en forma casi literal de la ley 25.246 e incorporada, también, en el texto del art. 303 del Cód. Penal. El problema que esta regla resuelve consiste en distinguir los casos en que el hecho con fines terroristas hubiera sido cometido en el extranjero —pero constituyendo delito según la ley allí aplicable—, de aquellos en que el hecho *no fuera delito en su lugar de comisión*, por más que, para la ley argentina, si ese hecho hubiera sido cometido en nuestro territorio, sí habría sido punible. La circunstancia de que nuestro Código se aplique a los hechos aquí cometidos, aun cuando el hecho posterior se hubiese cometido en el extranjero, no demuestra aún que el hecho *no deba ser delito para la ley aplicable en el lugar de su comisión*. Si el hecho no constituyó delito en el lugar de su comisión, no fue delito y entonces, los bienes que se recolectaron (o se proveyeron) han sido utilizados *licitamente*.

#### IV — Jurisprudencia

Remitimos a lo expuesto en II — Jurisprudencia, en el apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 545).

---

Guillermo Orce

---

**ART. 307. (Utilización de información privilegiada). — Será reprimido con prisión de uno a cuatro años, multa equivalente al monto de la operación, e inhabilitación especial de hasta cinco años, el director, miembro de órgano de fiscalización, accionista, representante de accionista y todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora, por sí o por persona interpuesta, suministre o utilice información privilegiada a la que hubiera tenido acceso en ocasión de su actividad, para la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables.**

**ART. 308. (Agravantes). — El mínimo de la pena prevista en el artículo anterior se elevará a dos años de prisión y el máximo a seis años de prisión, cuando:**

- a) Los autores del delito utilizaren o suministraren información privilegiada de manera habitual.
- b) El uso o suministro de información privilegiada diera lugar a la obtención de un beneficio o evitara un perjuicio económico, para sí o para terceros.

**El máximo de la pena prevista se elevará a ocho años de prisión cuando:**

- c) El uso o suministro de información privilegiada causare un grave perjuicio en el mercado de valores.

- d) *El delito fuere cometido por un director, miembro del órgano de fiscalización, funcionario o empleado de una entidad autorregulada, o de sociedades calificadoras de riesgo, o ejerciera profesión de las que requieren habilitación o matrícula, o un funcionario público. En estos casos, se impondrá además pena de inhabilitación especial de hasta ocho años.*

### I—Bibliografía

1. Ausubel, Lawrence, *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*, en "The American Economic Review", vol. 80, n° 5.
2. Benner, Klaus D., en *Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts*, Heinz-Bernd Wabnitz - Thomas Janovsky (comps.), C. H. Beck, Munich, 2004.
3. Buompadre, Jorge E., *Algunas reflexiones sobre el delito de abuso de información privilegiada en la reciente reforma penal argentina*, en "Revista de Derecho Penal y Procesal Penal", may. 2012.
4. Carlton, Dennis - Fischel, Daniel, *The Regulation of Insider Trading*, en "Stanford Law Review", 35.
5. González, Joaquín V., "Actos irrevocables del Poder Ejecutivo", en *Obras completas*, Universidad Nacional de La Plata, Buenos Aires, 1935, vol. VIII.
6. Green, Stuart, *Lying, Cheating, and Stealing. A Moral Theory of White-Collar Crime*, Oxford University Press, New York, 2007.
7. Leland, Hayne E., *Insider Trading: Should It Be Prohibited?*, en "Journal of Political Economy", 100 (1992).
8. Manne, Henry, *In Defense of Insider Trading*, en "Harvard Business Review", nov.-dic. 1966.
9. Pawlik, Michael, *Das unerlaubte Verhalten beim Betrug*, Heymann, Colonia, 1999.
10. Volk, Klaus, *La dogmática clásica de la parte general: ¿amenazada de extinción?*, en "Revista del Ministerio Público Fiscal", n° 18, 2006.

### II—Evolución legislativa

Remitimos a lo expuesto en I—Evolución legislativa, en el apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 503).

### III—Doctrina

#### § 1. EL DELITO DE UTILIZAR INFORMACION PRIVILEGIADA (ART. 307)

Sucede a menudo que en el momento de interpretar una norma se detectan divergencias entre el contenido expreso—o si se prefieren los

giros "las palabras de la ley" o "el sentido literal del texto"— y los motivos que se presupone llevaron a su dictado. Se producen entonces problemas de interpretación que surgen de esta divergencia: ¿hay que aplicar lo que el texto parece decir, o lo que parece haber sido la voluntad del legislador? Joaquín V. González, luego de analizar la jurisprudencia estadounidense e inglesa sobre el problema, sostuvo de manera elocuente: "No parece, pues, que quede la menor duda a este respecto, tanto más cuando se recuerda la manera de ser, de formarse y actuar de las asambleas legislativas, cuyo carácter esencialmente político, y cuya naturaleza colectiva, hacen imposible atribuir valor interpretativo a sus discursos por más luminosos que sean. Es sabido que en los parlamentos son una minoría los que hablan y discuten, y ¿quién puede conocer jamás los móviles secretos o no expresados por la inmensa mayoría de los que votan sin hablar, ya sea en pro, ya en contra de una ley?" [5, vol. VIII, p. 27].

Por fortuna o por desgracia y aun cuando tuviera razón Joaquín V. González, no tendremos ese problema respecto del art. 307 del Cód. Penal. Las discusiones parlamentarias apenas dan cuenta de él. Muy poco puede reconstruirse de la "voluntad" del legislador, en esta oportunidad, a partir del proceso de discusión parlamentario. Sí puede verse claramente en él que, en todo caso, la voluntad del legislador no está dirigida en las leyes 26.733 y 26.734 a regular los delitos de tal o cual manera, sino a seguir los mandatos de potencias extranjeras que imponen la regulación interna—pero no soberana, por lo tanto—del poder estatal de castigar.

Nada impide, ni nada tendría de malo que el contenido de una ley fuera la adaptación reflexiva de un consenso internacional; pero la legitimidad democrática de las leyes se alcanza en esos casos también solamente si hay una discusión profunda acerca de la legislación. No vale la pena enumerar las pocas menciones que se hicieron en los debates de ambas Cámaras legislativas respecto de este delito, porque además de ser escasas en número, se limitan a poco más que a mencionar el título. Pero la adaptación sin debate resulta al menos puesta de manifiesto por el senador Sanz, cuyas palabras en el recinto cabe mencionar: "Se mezclan en este caso en la propuesta conductas requeridas por el GAFI, como la compraventa de valores en base a información confi-

dencial, la manipulación del mercado, con la introducción de una serie de delitos que no han sido expresamente requeridos por el GAFI, como la intermediación financiera ilícita, la captación del ahorro público, o el cohecho financiero ... Por eso, en nuestro dictamen en minoría, sólo hemos contemplado aquellas conductas expresamente exigidas por el GAFI. Lo hacemos respecto del *insider trading*, una figura conocida en el mundo de la intermediación de valores ..." (versión taquigráfica, Cámara de Senadores de la Nación, 16ª Reunión, 2ª Sesión extraordinaria, 21 y 22 de diciembre de 2011).

Justamente, una discusión profunda existe en la literatura jurídico-penal estadounidense acerca de si el *insider trading* (seguiré utilizando esta expresión a falta de una bien establecida en nuestra lengua) realmente daña a alguien. Resulta todavía vigente el principio constitucional del daño (principio de reserva: art. 19 de la Const. Nacional), es decir, los Estados pueden válidamente prohibir sólo aquellas conductas que perjudican a un tercero. Incluso en los bienes difusos es posible distinguir un menoscabo a intereses de personas. Por ejemplo, el daño al medio ambiente puede ser criminalizado sin objeciones constitucionales, porque perjudica el derecho de las personas (aunque no pueda individualizárselas de antemano) a gozar de un ambiente sano, que mantenga sus capacidades productivas de manera sustentable, etcétera.

El mercado, sin embargo, no es un objeto concreto de propiedad difusa como el medio ambiente (el medio ambiente puede ser concebido al menos como la suma de todos los bosques, mares, ríos, etcétera, cuya conservación es útil para todos) sino un sistema social, es decir, un sistema de operaciones. La pregunta acerca de si puede ser dañado por una conducta determinada excede los límites de este comentario, aunque algunos rasgos generales pueden ser tenidos en cuenta. En primer lugar, las transferencias de riqueza de unas personas a otras a causa de una operación dentro del mercado, en tanto no tienen una incidencia global en él, y aun cuando fueran ilícitas, no son un daño al mercado. Sólo las personas se ven perjudicadas por la operación, sin que haya mucha diferencia a lo que ocurriría, para el mercado, con una operación lícita. Tampoco podría considerarse un daño al mercado un cambio masivo en su configuración; sólo, quizás cuando lo que se afecta son las reglas con

las que funciona, podría hablarse de una transformación del sistema de operaciones del mercado en otra cosa, en otra configuración, que desde el código del Derecho penal puede ser interpretado como un daño.

El mercado eventualmente podría resultar dañado por ciertas actividades cuando éstas cambiaran radicalmente su configuración. Pero para criminalizarlas, lo primero sería constatar que la conducta prohibida realmente ocasione un perjuicio al mercado. Esa parece ser la orientación de este tipo penal, sobre todo si se tiene en cuenta que el inc. c) del art. 308 agrava la pena cuando el uso de la información privilegiada "*causare un grave perjuicio en el mercado de valores*".

Que ello pueda ocurrir, sin embargo, a raíz de alguna forma de *insider trading* es justamente lo que resulta muy dudoso. Como se dijo *supra*, el mercado es algo diferente de las personas (físicas y jurídicas) que "intervienen" en él. Cuando una conducta produce un traspaso de riquezas de un participante a otro del mercado, éste difícilmente resulte "dañado". En todo caso, dañados resultan algunos de los intervinientes, que no lo habrían sido —hipotéticamente— si no hubiera existido la conducta; pero incluso ello supone que, simultáneamente, otros resultan beneficiados.

Al respecto, la literatura relativa a que el *insider trading* tiene justamente un efecto positivo y no negativo sobre el mercado es abrumadora. A la falta de legitimidad de origen de la norma, impuesta sin ninguna discusión seria, se suma la muy probable violación al principio de reserva: el *insider trading* no dañaría, aun cuando el tipo de conducta podría ser reputado como un quebrantamiento de deberes morales; como por ejemplo, el de no hacer trampa, entendido ello como transgredir las reglas de un juego.

Esta perspectiva es admitida incluso por quienes, desde el punto de vista teórico, consideran al *insider trading* como una conducta inmoral. Así, por ejemplo, Green, que homologa la conducta del *insider trader* a la de un tramposo que saca una ventaja indebida, sostiene respecto a su criminalización: "... esta postura me parece incorrecta por la misma razón por la que creo que está mal criminalizar los llamados 'delitos morales' como el adulterio, la bigamia y la prostitución. En una sociedad liberal del tipo descrito por Mill, Feinberg y otros, la inmoralidad no es de por sí suficiente para justificar la criminalización. Desde

la perspectiva liberal, no debemos convertir en criminal a una conducta a menos que esté demostrado que es dañina" [6, p. 237].

Posiblemente el primer esfuerzo teórico en demostrar no ya la falta de daño del *insider trading*, sino su efecto benéfico, haya sido el de Henry Manne. Vale la pena revisar aun someramente sus argumentos a modo de arquetipo de muchos otros que, posteriormente fueron refinándolos, y sus demostraciones económicas.

En primer lugar, Manne sostiene que los únicos participantes del mercado de valores que posiblemente resultarían beneficiados con la prohibición del *insider trading* serían los especuladores a corto plazo y no los inversores a largo plazo [8, p. 113 y ss., esp. p. 114]. Manne analiza qué tipo de vendedores serían los que venderían en caso de que los *insiders* comenzaran a comprar valores basados en una información privilegiada. Para ello distingue entre los tenedores de acciones a largo plazo y los especuladores. Los primeros seleccionan sus carteras basados en factores llamados fundamentales, como el potencial de ganancia, el historial de dividendos, las perspectivas de crecimiento, etcétera. Tienden a vender cuando estiman que sus proyecciones iniciales fueron equivocadas. Los especuladores, en cambio, compran o venden en función de cambios recientes en el precio de las acciones. Hacen el llamado análisis "técnico" y muchos de ellos simplemente estarían apostando. Consecuentemente, cuando hay una variación en el precio como consecuencia de que los *insiders* comienzan a comprar acciones, los especuladores a corto plazo serán los que proporcionarán los valores demandados por los *insiders*.

Manne agrega que en el caso de que los inversores serios vendieran también en el contexto de la compra por parte de *insiders*, el precio que recibirían sería mayor al que recibirían en caso de que no actuaran en el mercado los *insiders*. Esta paradoja es señalada por muchos autores que sostienen que el *insider trading* aporta valiosa información al mercado, sin la cual el perjuicio sería mayor. Manne ofrece el siguiente ejemplo: supóngase una acción que se vende a 50 y que, sin noticias buenas y nuevas, se vendería a la larga a 60. Supóngase además que el precio comienza a subir gradualmente hasta 60, como consecuencia de operaciones basadas en información privilegiada. El precio promedio en el que se venden las acciones durante ese período es cercano a los 55.

A 60, todo el que mantuvo su acción habrá recibido el beneficio completo de la nueva información, ya sea que le haya sido revelada a él o no. Sin *insider trading*, los que venden durante el tiempo requerido para que el precio suba de 50 a 60 no reciben ya el precio promedio de 55. Si se asume que la información se comunica oficialmente en el mismo momento tanto en el caso de la prohibición como de la permisión del *insider trading*, ellos recibirán 50 por acción sin *insider trading*. En conclusión, el *insider trading* beneficia aun a aquellos que no tienen la información privilegiada [8, p. 115].

Por otra parte, el *insider trading* sería positivo para el mercado porque resulta beneficioso que los directivos tengan un interés propio en la compañía y, una vez que eso es admitido, no puede ser excluido ya del sistema financiero [4, p. 857 y ss.]. Manne distingue a los *managers* de los *entrepreneurs*. Estos últimos no pueden ser adecuadamente compensados con salarios, puesto que se trata de personas que aportan ideas novedosas cuyo éxito es incierto y, por ende, ni pagos fijos por adelantado, ni compensaciones con bonos y opciones pueden ser determinados de manera eficiente. Por lo tanto, la forma de compensación que además contribuya a provocar un máximo de innovación consiste en permitir que actúen libremente con los valores que adquieran de la compañía en la que actúan.

La explicación de la función de información que aporta al mercado el *insider trading* es un tópico omnipresente en la doctrina. Quizás podría resumírsele con el siguiente ejemplo: como se verá *infra*, la jurisprudencia de la SEC (*Securities and Exchange Commission*, la autoridad reguladora del mercado financiero de los Estados Unidos de América) pretende imponer el siguiente modo de actuación para quien tenga información privilegiada: o bien se abstiene de comerciar o bien revela la información antes de hacerlo. Pero supóngase el siguiente caso: un director sabe que algo saldrá mal, por ejemplo, que un pleito sobre una patente será resuelto dentro de tres días desfavorablemente para la compañía. Sobre la base de esa información vende sus acciones en el día 0. Esa venta provocará una disminución del precio de las acciones y esa información será interpretada por el resto de los accionistas, correctamente, en el sentido de que algo malo está pasando (aunque no sepan exactamente qué). En el transcurso de esos tres días, los demás

accionistas podrán vender sus acciones a un precio cada vez menor. Pero ese precio seguramente será mayor que el que obtendrían en cualquiera de las dos alternativas supuestamente más beneficiosas para el mercado. Porque si el director no hace nada, la noticia sobre el pleito, aparecida el día 3, desplomará el valor de un segundo a otro; y si revela la información el día 0, la caída será presumiblemente igual pero tres días antes. De tal manera que la comunicación, mediante el *insider trading*, de que algo anda mal, sería la conducta más protectora para los *outsiders*.

La protección penal de la confianza en los mercados parece ser uno de los argumentos recurrentes para la justificación de la criminalización del *insider trading*. Se sostiene, por ejemplo, que: "Para que este mercado pueda cumplir sus funciones de manera eficiente, deben tomarse todas las medidas que sirvan para este funcionamiento fluido. El funcionamiento fluido del mercado depende en gran medida de la confianza de los inversores. Esta confianza se basa, entre otras cosas, en la seguridad dada a los inversores de que están en igualdad de condiciones y que se encuentran protegidos de la utilización contraria al derecho de la información de los iniciados" [2, p. 603 y ss., esp. p. 649].

La protección de la confianza en el mercado, o en la igualdad de condiciones de sus participantes, no es un fundamento suficiente para la criminalización de una conducta. En primer lugar, la actividad económica está llena de defraudaciones de expectativas cuya estabilización por medio de una pena nunca fue considerada seriamente como una opción. Por ejemplo, un mero incumplimiento contractual defrauda la expectativa de la víctima. Si el modelo de comportamiento que el incumplidor propone se extendiera de manera general, la confianza en los contratos estaría puesta en juego de igual manera a lo que lo estaría en virtud de una compra de valores con información privilegiada. Sin embargo, los incumplimientos contractuales no están criminalizados. El límite de la criminalización por lesiones a la confianza no está claro en absoluto y se discute desde antaño [conf., sobre ese modelo en general, 9], por ejemplo, en el ámbito de la estafa. Pero en el caso del *insider trading* hay buenas razones para dejar que el mercado regule por sí mismo qué pretende y qué está dispuesto a soportar de cada uno de sus actores corporativos. La empresa que permita el *insider trading* evalua-

rá si ello le acarrea más ventajas que perjuicios; y el participante del mercado no verá defraudada ninguna expectativa de igualdad de información si conoce que los valores que compra o vende fueron emitidos por una empresa que permite el *insider trading*.

Resulta imposible hacer una recopilación de la bibliografía tanto en contra como a favor de la regulación del *insider trading*; ésta alcanza incluso el punto de distinguir en qué contextos el *insider trading* resulta beneficioso y en cuáles perjudicial [conf., por ejemplo, 7, p. 859 y ss.]. Lo cierto es que aun admitiendo que fuera perjudicial, es dudoso, por todos los motivos expresados, que deba ser materia regulada por medio del Derecho penal. Cada empresa sabrá qué le conviene hacer para captar fondos. Si permiten el *insider trading*, será porque les resulta eficiente. Y cada inversor sabrá qué hacer con el dinero; si no le gusta la competencia con asimetría de la información, puede invertir en otra cosa. Pero criminalizar una supuesta deficiencia moral (asimetría en la información) para proteger la especulación financiera de quien compra acciones para obtener una renta especulativa parece una instrumentación descuidada de la herramienta más poderosa y riesgosa que tiene el Estado, recurriendo a una justificación que es una mera petición de principios, a saber, el supuesto daño al mercado.

El tipo del art. 307 debe leerse concomitantemente con las agravantes previstas por el art. 308 en sus incs. b) y c). Mientras que en estos últimos supuestos se requiere una suerte de resultado que, por cierto, es ambivalente en los dos incisos (sobre ello se volverá *infra*, en el comentario al art. 308), el tipo del art. 307 parece prohibir el mero uso de la información privilegiada aun cuando ésta no ocasione daño a terceros ni implique un beneficio para el autor.

Que el legislador prevea una pena de hasta cuatro años de prisión para una conducta que no lesiona, tal como afirma gran parte de la doctrina, ya por sus propios presupuestos, ni a inversionistas ni al mercado, resulta una clara indicación de la ilegitimidad de la norma. En efecto, si el art. 308 agrava la pena en caso de beneficio, evitación de perjuicio o grave perjuicio al mercado, ello indica que el art. 307 regula sólo un peligro abstracto, aunque en el caso concreto de la utilización de la información nadie resulte dañado. La propia redacción del tipo del art. 307 reafirma esta interpretación. Buompadre ve en la preposición "pa-

ra" una tendencia interna trascendente de aprovechamiento económico [3, p. 781 y ss., esp. p. 782]. Esta interpretación es posible, pero tiene dos inconvenientes.

En primer lugar, adelanta demasiado la punibilidad, como se verá *infra*, ya que siempre el *insider* tiene información privilegiada y ello implicaría una criminalización suprainclusiva a casos de falta absoluta de daño (o de ventaja económica). Sobre estos adelantamientos abusivos de la punibilidad en el marco del Derecho penal económico advirtió efectivamente Volk [10, p. 95 y ss., esp. p. 103 y *passim*]. Aun cuando ello fuera así, un tipo con tendencia interna trascendente sin necesidad de daño debería diferenciarse más en el monto de la pena respecto del caso de su efectiva producción (las escalas en juego son demasiado cercanas: uno a cuatro años versus dos a seis años de prisión). En segundo lugar, la tendencia interna trascendente tendría una configuración extraña en los casos de suministro de información, ya que el "para" se referiría no a un contenido mental propio del autor, sino a una conducta futura del receptor de la información.

Sea como fuere, ante esta configuración extrema, habría resultado mejor regular o proteger lo que se haya querido proteger disponiendo que los sujetos mencionados en la norma (directores, miembros de órganos de fiscalización, etcétera) tuvieran una incompatibilidad de comerciar con valores de la empresa. Esto, desde ya, no resulta posible para el supuesto de los accionistas, pero también es cierto que su inclusión en el círculo de autores es por demás cuestionable.

La redacción elegida presupone entonces que un director puede tener valores negociables de la empresa que dirige y que no hace falta que obtenga un beneficio, evite un perjuicio o dañe al mercado si comercia con ellas, sino que basta con que lo haga con información privilegiada para afrontar una pena de hasta cuatro años de prisión. Esto, de por sí, carece de toda racionalidad. El director siempre tendrá una información privilegiada respecto de tenedores comunes de valores de la empresa (apenas vale la pena mencionar que una definición por demás baladí de "información privilegiada" fue incluida en el art. 77 del Cód. Penal. Al contrario de las críticas corrientes acerca de la vaguedad de las definiciones del Código, ésta resulta excesiva, al punto de configurar casi un elemento típico al disponer "cuya divulgación podría tener

*significativa influencia en el mercado de valores*". Son la doctrina y la jurisprudencia las que deben encontrar la definición de "información privilegiada" como lo han hecho siempre respecto de cualquier elemento típico). Si no se limita el ámbito del tipo a través de alguna noción de daño (como lo hacen las agravantes del art. 308 ya mencionadas, aunque esos daños no sean reales sino una petición de principios de la norma), podría caerse en el absurdo de que toda negociación o incluso omisión de ella estuviera comprendida en el tipo.

En efecto, un director tiene información privilegiada si es que objetivamente se espera que la empresa tendrá ganancias (por ejemplo, se descubre un nuevo yacimiento) o pérdidas (se fracasa en un proyecto productivo o de prospección). Pero también se tiene información privilegiada cuando se sabe que las cosas marcharán, según todas las previsiones, sin mayores cambios. Respecto del extraño que posee acciones y que no sabe si su precio bajará o subirá, el saber que las cosas seguirán igual es tener información privilegiada. En ese contexto, la compra de acciones por parte de un director (¡pero también su venta!) sería punible. Un absurdo que deriva de la forma de tipificación.

El absurdo se extiende también al siguiente caso: el director que sabe que las cosas irán mal está obligado a no vender sus acciones y a asumir una pérdida, lo cual contradice la lógica comercial del mercado de valores. No puede obligarse a alguien a asumir pérdidas bajo la coacción del delito. Sí podría, acaso, plantearse la incompatibilidad de tener valores de las empresas que se dirige, como ya he sugerido, pero como también fue remarcado *supra*, ello va en contra de los incentivos necesarios en el mundo de los negocios.

La jurisprudencia norteamericana formuló tempranamente lo que se llamó la doctrina de "abstenerse o revelar". Es preciso señalar, sin embargo, que esta doctrina tuvo su origen en el tribunal administrativo de la *Securities and Exchange Commission* (organismo que históricamente abogó por la regulación prohibitiva del *insider trading*), más precisamente en el caso "Cady, Roberts & Co." —40 SEC 907 (1961)—. La SEC sostuvo allí la siguiente doctrina: "... los *insiders* deben revelar los hechos materiales que les son conocidos en virtud de la posición que ocupan y que no son conocidos por las personas con las que tratan; hechos que, de haber sido conocidos, habrían afectado sus decisiones de

inversión. La omisión de revelar estas circunstancias constituye una violación a las provisiones antifraude. Si, por otro lado, la revelación previa a realizar una compra o venta fuera impropia o no esperable bajo ciertas circunstancias, creemos que la alternativa es desistir de la transacción"—40 SEC 911 (1961)—.

Esta doctrina jurisprudencial se inscribe en la sistematización hecha por algunos autores que consideran al *insider trading* como un "fraude", ya que el *insider* oculta al comprador los hechos relevantes para la operación (un intento parcial de sistematización puede verse, por ejemplo, en Ausubel [1, p. 1022 y ss., esp. p. 1023]). Esta calificación de fraude, de más está decir, no se condice exactamente con el tipo de información que es competencia de un cocontrante revelar en un caso común de un negocio jurídico con asimetría de información, sino que deriva, justamente, de la definición de fraude dada por la propia SEC. En efecto, la *Securities and Exchange Commission* dictó las reglas 10b-5 y 14e-3, por la delegación hecha por el Congreso estadounidense en la *Securities Exchange Act* de 1934. La propia SEC luego interpretó, a través de su propia jurisprudencia, que la regla 10b-5 contenía la prohibición del *insider trading*. El texto de esa regla, en realidad, sólo se refiere a la prohibición general de prácticas fraudulentas en la transacción de títulos, mientras que la regla 14e-3 prohíbe las prácticas fraudulentas relacionadas con las ofertas públicas de adquisición (*tender offers*) [conf. 1, p. 1023].

Cuando los casos llegaron a la Corte Suprema estadounidense, sin embargo, la doctrina asumida consistió en interpretar al *insider trading* como un quebrantamiento de los deberes respecto de los accionistas de la compañía para la cual trabaja el *insider*. Se trata de una suerte de administración infiel. En "Chiarella v. United States"—445 US 222 (1980)— se fijó la doctrina consistente en que la omisión de revelar la información privilegiada puede ser considerada como un fraude (aunque, como fue expresado *supra*, las reglas de la SEC no hacen referencia al *insider trading*, sino a una prohibición de actuar fraudulentamente en general), pero que ese deber de revelar existe solamente como producto de una relación de confianza entre las dos partes, el *insider* y el dueño de las acciones de la compañía. Por lo tanto, para la Corte, en "Chiarella", el mero silencio que permite una asimetría de la información entre las dos partes del negocio no es un fraude cuando no existe el

deber de revelar la información. Ello sucedió, por ejemplo, en las circunstancias del caso "Chiarella", en el que el acusado no era un *insider* sino alguien que se enteró de la información privilegiada. Como no *insider*, no tenía un deber de fidelidad frente al dueño de las acciones que compró y respecto de las que conocía su futuro aumento de valor.

Los hechos del caso "Chiarella" fueron singulares. El acusado trabajaba en una imprenta. En un encargo para la impresión de ciertos documentos, obtuvo la información acerca de cinco adquisiciones futuras de empresas. En los documentos que debía imprimir, los nombres habían sido omitidos o reemplazados por otros de fantasía, pero el imputado logró deducir las identidades reales de la lectura de los documentos. Con esa información, el imputado compró acciones de las compañías indicadas sin revelar la información y las vendió cuando las adquisiciones se hicieron públicas, con lo cual obtuvo una ganancia. La doctrina de la Corte en este caso ya fue brevemente resumida *supra*. En los fundamentos, la Corte criticó la doctrina del fallo apelado con los siguientes argumentos: "Esta teoría sugiere que el uso, por parte de cualquiera, de información no disponible en general sería fraudulento porque esa información da a ciertos compradores una ventaja injusta respecto de otros compradores y vendedores menos informados. Este razonamiento padece de dos defectos. En primer lugar no cualquier instancia de injusticia financiera constituye una actividad fraudulenta... en segundo lugar, el elemento requerido para que el silencio sea fraudulento —esto es, un deber de revelar— está ausente en este caso. Ningún deber puede surgir de la relación del peticionante con los vendedores de los valores de las compañías que iban a ser adquiridas, ya que el peticionante no tenía ninguna relación previa con ellos. No era su agente, ni su fiduciario, ni era una persona en la cual los vendedores hubieran depositado su confianza. El era, en realidad, un completo extraño que trató con los vendedores sólo a través de transacciones impersonales en el mercado"—445 US 222 (1980), consid. III—.

Extendiendo esta doctrina de la Corte estadounidense, parece claro también que no se trataría de una conducta fraudulenta la venta, por parte del *insider*, de acciones de la compañía que se sabe irán a bajar, porque respecto del comprador, hasta el momento mismo de la operación no se tiene un deber de fidelidad.

En "United States v. O'Hagan" —521 US 642 (1997)—, la Corte Suprema estadounidense cambió su enfoque. El *insider trading* no sería ya una deslealtad hacia el administrado (es decir, no se trataría del quebrantamiento de no dar información al tenedor de acciones de la compañía que se administra) sino un quebrantamiento de deber de confidencialidad respecto de la fuente de la información. En el caso, el imputado era un abogado socio de un estudio que representaba a una empresa que haría una oferta de adquisición de otra. El imputado utilizó esa información y compró valores de la compañía que iba a ser adquirida. Naturalmente, no tenía un deber de administrar correctamente respecto de la compañía cuyas acciones compró y, por lo tanto, según la doctrina sentada en "Chiarella", no era responsable de un quebrantamiento de un deber de administrar fielmente. La Corte, en este caso, sostuvo que quebrantó un deber de fidelidad respecto de la fuente de la información, es decir, la compañía a la que representaba como abogado y de la cual obtuvo el dato de que planeaba adquirir a la otra compañía.

La Corte Suprema de Justicia de la Nación Argentina parece haber sostenido el enfoque del quebrantamiento del deber fiduciario de lealtad en el precedente "Comisión Nacional de Valores c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A." (CSJN-Fallos, 330:1855), en el que se discutió la multa por la práctica del *insider trading* que tiene en la Argentina, desde hace tiempo, una regulación administrativa. Allí la procuradora fiscal ante la Corte (que es quien en realidad formuló la doctrina del fallo, ya que la Corte simplemente se remitió a sus fundamentos) sostuvo: "Debo decir aquí que esa confianza presupone un deber fiduciario de lealtad, debido —en el caso— por los *insiders* a la sociedad y sus accionistas y que encuentra sustento no ya en los arts. 59 y 274 de la ley 19.550 solamente, sino también en la reglamentación del mercado de capitales, que tiene por objeto —como ya dije— impedir prácticas tendientes a dañar la transparencia en este ámbito".

Si hubiera que destacar algunos aspectos en una breve conclusión, debería decirse lo siguiente: pareciera ser que la conducta del *insider trading* difícilmente provoque un daño al mercado; éste sigue siendo igual aun cuando alguien haga operaciones con información privilegiada. Por lo demás, las personas que actúan en el mercado incorporan al cálculo de sus conductas el hecho de que, inevitablemente, hay asi-

metrías en la información, ya que la clase ejecutiva participa de los negocios como parte de una práctica social habitual, bien establecida y promovida como beneficiosa. Es también posible que aun cuando hubiera un perjuicio, éste recaerá más bien en agentes cuya participación es puramente especulativa antes que en aquellos que soportan con su dinero, de manera permanente, proyectos productivos. Ante este panorama, utilizar la protección del Derecho penal para esos actores aparece como una elección cuanto menos cuestionable.

## § 2. AGRAVANTES (ART. 308)

El art. 308 prevé cuatro agravantes. La composición de las escalas de ellas resulta problemática. En efecto, las dos primeras (incs. *a* y *b*) tienen una escala agravada de dos a seis años de prisión. Los incs. *c* y *d*), por su parte, tienen una escala cuyo límite superior es de ocho años de prisión (además de la inhabilitación). Ahora bien, el límite inferior de estas dos modalidades, aunque no deja de ser sorprendente, coincide con el límite inferior del tipo base (es decir, un año de prisión). Ello es así porque las dos agravantes finales del art. 308 no presuponen la ocurrencia de alguna de las dos primeras. Si bien la interpretación literal no deja dudas de ello, resulta extraño que una pena cuyo límite superior se eleva al doble (de cuatro a ocho años de prisión) deje el mismo mínimo.

En cuanto a las agravantes en particular, la primera de ellas resulta ser la bastante corriente en el Código Penal de la "habitualidad". No es posible aquí reeditar las discusiones relativas a si las agravantes como la "habitualidad" o el hacer de una clase de acción punible la "profesión habitual" resulta compatible con el Derecho penal de acto o se trata de una intromisión no admisible de características de autor en un Derecho penal liberal o, en todo caso, de una violación de la prohibición *ne bis in idem*. Me detendré sólo en las particularidades para este delito. Suponiendo entonces que no existiera ninguna objeción constitucional en general para la "habitualidad", resulta que en este tipo penal, al menos para algunos de los supuestos, la habitualidad tendería a ser la forma básica del hecho. En efecto, si como se afirmó en el comentario al art. 307, los directores a los que se les permita tener valores actuaran

siempre (necesariamente) con información privilegiada, entonces, sus operaciones con valores de la compañía a la que administran tenderán también a ser habituales. Pero el absurdo de que el tipo necesariamente se cometa "habitualmente" es secundario y derivado, en realidad, de una circunstancia ya explicada en el comentario al art. 307. Si los directores tienen permitido tener valores de las compañías que administran, no puede sino suceder que comercien con ellas, siempre, con información privilegiada. Por ello, al menos se requeriría que el tipo penal no fuera de mero peligro abstracto, sino que se refiriera a alguna clase de daño a algún bien jurídico (ya sea a otros accionistas o al mercado) que le resultara al autor individualmente evitable. Si el delito es meramente formal, ello significa directamente una prohibición (incompatibilidad) de que tengan valores de sus administradas, algo que no pertenece al mundo de las finanzas. La agravante de la habitualidad, sin embargo, se aplica a ese primer tipo base sin ninguna otra diferencia típica, por lo cual las objeciones son las mismas que al tipo base del art. 307.

En cuanto a la segunda agravante, con ella tampoco se alcanza el límite de la necesidad de un perjuicio para la criminalización de una conducta. Nuevamente con referencia a lo explicado en el comentario al art. 307, la obtención de un beneficio o la evitación de un perjuicio económico constituyen el objetivo de comerciar con valores. Una vez más, si el directivo de una compañía está autorizado a tener valores de ésta, entonces, la obtención de un beneficio no puede razonablemente estar prohibido, como así tampoco es posible suponer que un director, cuando compra o vende, lo hará sin información superior a la de cualquier otro inversionista. Una vez más, también, sobre esto se remite al comentario del art. 307.

La agravante del inc. c), por fin, sí supone una conducta cuya criminalización, al menos desde una perspectiva formal, podría suceder sin que haya contradicciones lógicas con otras conductas. Es decir, así como la criminalización del *insider trading* se contradice con la permisión de los *insiders* de tener valores de las compañías que administran y, en todo caso, el mero uso de información privilegiada es inevitable si es que la tenencia es lícita, sí sería posible establecer —desde el punto de vista lógico— un límite a esta libertad configurado por la ocurrencia de "un grave daño". Sin embargo, allí se acaba lo admisible. Porque, en

efecto, el "daño al mercado" es prácticamente inconcebible como consecuencia del *insider trading*. Sobre ello, nuevamente se remite al comentario del art. 307; aquí se agregará solamente que el mercado, tal cual funciona, incorpora a sus expectativas el *insider trading* como una práctica propia.

A esas dificultades se le suma la indeterminación de cuándo habrá de considerarse que el daño es "grave". No se trata principalmente del problema de la vaguedad del tipo, sino más bien de que un daño grave al mercado sólo sería admisible no como un perjuicio grave a personas o un beneficio grande propio, sino como lo que ya se ha señalado, como una consecuencia para el mercado cuya configuración no es en absoluto clara. Al respecto, influye enormemente el hecho de que la concepción del grave daño al mercado no coincide con ninguna de las tres teorías identificables en la doctrina y la jurisprudencia acerca de en qué consiste el mal provocado por el *insider trading*: un quebrantamiento del deber fiduciario de lealtad, un quebrantamiento de un deber hacia la fuente de la información o una práctica que comporte las características propias del juego tramposo o injusto.

En cuanto al último inciso, resulta claro que todos los cargos o posiciones enumerados (director, miembro del órgano de fiscalización, funcionario o empleado) se refieren a las entidades autorreguladas o a las sociedades calificadoras de riesgo, y no solamente al último enumerado (empleado). Ello es evidente, ya que los "directores" en general de una compañía no podrían estar regulados tanto en el tipo básico (art. 307) como en esta agravante; por lo tanto, "director", por ejemplo, en este inciso es sólo el director de una entidad autorregulada o de una sociedad calificadora de riesgo.

Por supuesto que no deja de resultar extraño que los mismos elementos del tipo básico del art. 307, sin que se modifique nada más que el tipo de entidad a la que pertenecen los autores, haga saltar el máximo de la pena al doble, una pena de por sí elevada (ocho años de prisión). Cabe reiterar que la agravante del inciso no presupone que se verifiquen conjuntamente algunas de las otras agravantes.

Para la definición de entidad autorregulada debe consultarse el art. 2º del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (decr. 677/01); sobre el concepto de funcionario público, son atinentes todas las discusio-

nes relativas a ello de otros tipos penales que contemplan esa característica para el autor y la definición dada en el art. 77 del Código Penal.

Un caso particular y problemático plantea el supuesto del que ejerciera una profesión que requiera habilitación o matrícula. La agravante debe ser interpretada para que al menos comprenda sólo a los casos en los que el profesional tome conocimiento de la información en el ejercicio específico de sus prestaciones profesionales, es decir, una configuración similar a la ocurrida en el "United States v. O'Hagan"—521 US 642 (1997)—, referido *supra*, en el comentario al art. 307.

La agravante no procedería nunca, por ejemplo, en el caso en el que el director de una sociedad emisora fuera "casualmente" un profesional matriculado. Se trata, en ese caso, del tipo base del art. 307. En general, la agravante de la profesionalidad carece de racionalidad y sistematicidad en el contexto en el cual está inserta, que corresponde a la mayor gravedad que tendría la conducta del *insider* de una entidad autorregulada o una calificadora de riesgo. El caso, por ejemplo, de un abogado, contador, economista, etcétera, que adquiriera la información de una entidad emisora se asemeja tanto al supuesto del tipo base consistente en "todo el que por su trabajo, profesión o función dentro de una sociedad emisora ..." que la agravante carece de sentido y plantea una duda acerca de la subsunción legal. Un abogado independiente, por ejemplo, que utiliza información privilegiada que adquirió en el contacto con un cliente corporativo estaría sometido a una escala de hasta ocho años de prisión, mientras que si fuera un abogado empleado de la corporación sólo lo estaría a una escala de hasta cuatro años. Ello configura un tratamiento absolutamente desigual de situaciones análogas o que, de ser diferentes, serían más graves para el caso del profesional empleado, ya que sin dudas, éste tiene mayores deberes que el extraño a la corporación.

#### IV—Jurisprudencia

Remitimos a lo expuesto en II—Jurisprudencia, en el apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 545).

---

 Guillermo Orce
 

---

ART. 309. (Manipulación del precio de valores negociables u otros instrumentos financieros). —

1º — Será reprimido con prisión de uno a cuatro años, multa equivalente al monto de la operación e inhabilitación de hasta cinco años, el que:

- a) Realizare transacciones u operaciones que hicieren subir, mantener o bajar el precio de valores negociables u otros instrumentos financieros, valiéndose de noticias falsas, negociaciones fingidas, reunión o coalición entre los principales tenedores de la especie, con el fin de producir la apariencia de mayor liquidez o de negociarla a un determinado precio.
- b) Ofreciere valores negociables o instrumentos financieros, disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas o afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas.

2º — Será reprimido con prisión de dos a seis años, cuando el representante, administrador o fiscalizador de una sociedad comercial de las que tienen obligación de establecer órganos de fiscalización privada, informare a los socios o accionistas ocultando o falseando hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa o que en los ba-

*lances, memorias u otros documentos de contabilidad, consignare datos falsos o incompletos.*

### I — Bibliografía

1. Benner, Klaus D., en *Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts*, Wabnitz-Janovsky (ed.), C. H. Beck, Múnich, 2004.
2. Dannecker, Gerhard, en *Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts*, Wabnitz-Janovsky (ed.), C. H. Beck, Múnich, 2004.
3. Fontán Balestra, Carlos, *Tratado de derecho penal. Delitos contra la fe pública*, LexisNexis, Buenos Aires, 2004, documento electrónico 1508/002309.
4. Healy, Paul - Palepu, Krishna, *The Fall of Enron*, en "Journal of Economic Perspectives", (2003).
5. Kindhäuser, Urs, *Strafgesetzbuch. Lehr- und Praxiskommentar*, 3ª ed., Nomos, Baden-Baden, 2006.
6. Kudlich, Hans, *Börsen-Gurus zwischen Zölibat und Strafbarkeit- Scalping als Straftat?*, en "Juristische Rundschau", (2004).
7. Leyh, Daniela, *Probleme der Definition und Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation unter Berücksichtigung des deutschen und britischen Rechts*, en [tobias-lib.uni-tuebingen.de/volltexte/2010/4622/pdf/Diss\\_Leyh\\_Druckfassung\\_.pdf](http://tobias-lib.uni-tuebingen.de/volltexte/2010/4622/pdf/Diss_Leyh_Druckfassung_.pdf).
8. Orce, Guillermo - Trovato, Gustavo, *Delitos tributarios. Estudio analítico del régimen penal de la ley 24.769*, Abeledo - Perrot, Buenos Aires, 2008.
9. Sancinetti, Marcelo A., *Teoría del delito y disvalor de acción*, Hammurabi, Buenos Aires, 1991.
10. Schmitz, Roland, *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts*, en "ZStW", 115 (2003), 501.
11. Schröder, Christian, "Straf- und Bußgeldtatbestände im BörsG und WpHG", en *Handbuch Wirtschaftsstrafrecht*, Achenbach/Ransiek (ed.), C. F. Müller, Heidelberg, 2012.
12. Sims, Ronald - Brinkmann, Johannes, *Enron Ethics (or: Culture Matters more than Codes)*, en "Journal of Business Ethics", 45 (2003), 243.
13. Soler, Sebastián, *Derecho penal argentino*, Tea, Buenos Aires, 1967, t. V.
14. Tiedemann, Klaus, *Wirtschaftsstrafrecht Besonderer Teil*, Carl Heymanns Verlag, Colonia, 2006.

### II — Evolución legislativa

Remitimos a lo expuesto en I — Evolución legislativa del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 503).

### III — Doctrina

#### § 1. EL DELITO DE ALTERAR LOS PRECIOS ARTIFICIALMENTE (INC. 1ª, A)

La redacción del inc. 1ª, a) del art. 309 ha sido desafortunada y su contenido debe ser reconstruido para obtener alguna idea de qué se pretendió regular. Normalmente, en cualquier discurso oral o escrito se encuentran errores. Ello es natural y, en general, es posible determinar adecuadamente el sentido si se trata de entender a la mejor luz lo que se quiso expresar. Pero en las normas penales, sería conveniente que estos errores no se produjeran, porque un esfuerzo de reconstrucción del sentido del tipo podría, por otro lado, ser considerado una violación al principio de legalidad, al ser el juez quien debe terminar, *ex post*, de describir la conducta prohibida. No es posible extenderse aquí en ello, sino que se analizará a continuación, en lo posible, cuál es la estructura del tipo.

Resulta evidente que se ha querido regular una conducta similar a la que se encuentra en el art. 300, inc. 1ª del Cód. Penal, que ahora ha quedado limitado a maniobras relativas a mercaderías, pero cuyo antecedente comprendía no sólo a las mercaderías, sino a los valores (y fondos públicos). El problema radica en la determinación de la conducta prohibida y en los pasos que abarca, lo que en la nueva redacción no resultan en absoluto claros.

El actual art. 300, que describe comportamientos similares a los contenidos en este art. 309, inc. 1ª, a) —pero respecto de mercaderías—, tiene una secuencia clara en su descripción de la acción. En aquel tipo se trata, en primer lugar, de obtener un resultado, consistente "en alzar o bajar el precio de las mercaderías". El núcleo de lo prohibido radica en las modalidades ilícitas de alcanzar ese objetivo (porque, resulta claro, muchísimas formas de modificar el precio de las mercaderías han de ser lícitas en una economía libre; por ejemplo, burdamente, si un gran fabricante abandona su actividad, la oferta del producto disminuye y aumentará el precio). Esas modalidades ilícitas consisten en difundir noticias falsas, realizar negociaciones fingidas o llevar a cabo una coalición de los principales tenedores de una mercadería. Además, al momento de realizar alguna de esas modalidades que provocarán el cambio de precio de la mercadería, el autor debe tener, subjetivamente, una

tendencia interna trascendente, el "fin" de no vender la mercadería o no venderla sino a un determinado precio.

Ese esquema, sencillo y elegante, se perdió por completo cuando se independizó la regulación de los valores de las previsiones relativas a las mercaderías. La explicación no resulta fácil. En principio, en la nueva regulación relativa a los valores negociables, se mantienen los tres medios comisivos centrales: noticias falsas, negociaciones fingidas y coalición de principales tenedores. Ahora bien, estos medios comisivos, que naturalmente eran los que producían la modificación "artificial" de los precios, no están referidos en este tipo penal a ese resultado, sino a "realizar transacciones u operaciones que hicieren subir, mantener, o bajar el precio". Se supone que "valiéndose" de alguno de estos medios comisivos, el autor "realiza transacciones", por ejemplo, que hacen subir el precio. Ello no tiene sentido. Algunas de las combinaciones entre los medios comisivos y ese nuevo "resultado" son incluso contradictorias. Por ejemplo, quien realiza negociaciones fingidas para influir en el precio, no "realiza transacciones u operaciones" sino que sólo las simula; es claro que los precios podrían modificarse con operaciones reales que se llevaran a cabo con la reserva mental de deshacerlas en el futuro; también a ello podría llamársele negociaciones fingidas, si se quiere, pero las operaciones son o fingidas o reales.

Siguiendo con los ejemplos, puede verse la inconsecuencia de la redacción con relación al modo comisivo de las "noticias falsas". Mediante noticias falsas se puede modificar un precio, pero valerse de noticias falsas para realizar transacciones (lo cual es posible, pero no en el sentido descrito en el tipo) comprende otro tipo de conducta. En efecto, mediante algo similar a las noticias falsas, un autor puede llevar a una persona a realizar una transacción con él. Ello es el núcleo de la estafa, que no consiste en una noticia falsa propiamente dicha, sino en la transmisión de una información falsa apoyada mediante un ardid, seguida de la transacción que acarrea el perjuicio patrimonial. Pero una noticia falsa, en el sentido de estas figuras, consiste más bien en una transmisión general de una información que ya de por sí modifica el precio, sin necesidad de la existencia de una transacción. Ese es el sentido claro de la antigua redacción aún vigente en el art. 300 para la esfera de las mercaderías: una noticia falsa puede modificar el precio de los

mercado de un bien, sin necesidad de que haya ninguna transacción antes de la verificación de la modificación del precio.

Las incongruencias de las combinaciones de ese resultado "intermedio" de realización de transacciones que modifiquen el precio, mediante los modos comisivos de noticias falsas, negociaciones fingidas y coalición de tenedores principales, no agotan los defectos de esta norma. Porque además, todo ello debe haber sido hecho "con el fin de producir la apariencia de mayor liquidez". El fin de producir la apariencia de mayor liquidez resulta difícil de explicar. En el tipo modelo, la intención interna trascendente consistía en no vender o no vender sino a un determinado precio [9, p. 348]. Ello era coherente con lo que se pretendía regular: una modificación del precio, mediante, por ejemplo, noticias falsas, resultaba desvalioso si se la hacía, por ejemplo, con el fin monopólico de controlar el precio de tal manera de vender sólo cuando éste resultaba conveniente. Pero "producir apariencia de mayor liquidez" no tiene relación con el hecho desvalorado por la norma, ni es necesario para él. Se puede modificar el precio de mercado interviniendo en él y rompiendo así con las supuestas leyes naturales que lo rigen, pero para ello no es necesario hacerlo con el fin de producir una apariencia de mayor liquidez, e incluso, podría ser que ello fuera contrario al fin de la manipulación intentada.

Por último, el tipo agrega como otra posible tendencia interna trascendente el fin de "negociarla a determinado precio". La única palabra a la que podría referirse el caso acusativo "la" en la palabra "negociarla" es la "liquidez", ya que es el único sustantivo femenino singular al que podría hacer referencia. Pareciera que la negociación de la liquidez es algo que carece de sentido, y probablemente entonces la referencia sea a "valores negociables" o a "instrumentos financieros", lo cual sería más lógico desde el punto de vista de lo que posiblemente se trató de regular. La alternativa es difícil, porque se trata, en ambos casos (valores e instrumentos) de sustantivos masculinos y en plural, con lo cual el texto debió decir "negociarlos" y no "negociarla". Quizás se trate de un error demasiado grosero para ser corregido por vía de interpretación judicial.

Sea como fuere, y visto a la mejor luz, el tipo penal ha querido regular lo que ya estaba regulado y sigue estándolo, de manera mucho más clara respecto de las mercaderías: que no se manipule el precio de los

valores negociables u otros instrumentos financieros mediante noticias falsas, negociaciones fingidas o colusión. Para ello, ha de aplicarse las interpretaciones corrientes que desde antiguo se han hecho de esta figura. Acaso, también a la mejor luz, podría agregarse lo siguiente: la realización de transacciones u operaciones a las que hace referencia el tipo deben entenderse como otra forma de manipulación del precio que no estaba correctamente abarcada por el concepto de "negociaciones fingidas". De alguna manera paralela a ello, también la legislación alemana incorporó recientemente un nuevo supuesto a la tipificación de la llamada "prohibición de manipulación del mercado" (§ 20a, WpHG —*Gesetz über den Wertpapierhandel, Ley sobre el Comercio de Valores*—) que prohíbe, junto a la previamente existente prohibición de dar datos inexactos o confusos sobre circunstancias que son necesarias para la valoración de un instrumento financiero o de ocultar tales circunstancias, la prohibición —recientemente introducida, como dije— de "llevar a cabo negocios o conceder órdenes de compra o venta que sean capaces de dar señales falsas o engañosas para la oferta o la demanda o para el precio bursátil o de mercado de instrumentos financieros o que provoquen un nivel de precios artificial".

Con ello se puede además ingresar brevemente al análisis del bien jurídico protegido por la norma y de las maniobras que tienen por fin la manipulación de los precios. En efecto, podría sostenerse que la manipulación de precios de mercado puede darse con operaciones que no son adecuadamente descriptas con el concepto de "negociaciones fingidas", porque, en principio, son reales y sólo un posterior retrotraer de la transacción, planeada *ex ante*, es lo que perfecciona la manipulación del mercado. Es decir, no sólo negociaciones fingidas podrían ser utilizadas para manipular precios, sino también negociaciones verdaderas. A ello se volverá *infra*.

Respecto del bien jurídico afectado por las conductas subsumibles en el tipo, Tiedemann señala que se trata de "la capacidad de funcionamiento del mercado de valores estatalmente vigilado y la confianza —que le corresponde— de los partícipes del mercado en la fiabilidad y veracidad de la formación de los precios" [14, p. 159].

Merece la pena considerar brevemente un tópico escasamente explorado. Se trata de si hay alguna diferencia en el grado de afectación

de una clase de bienes que tiene que existir para que la conducta sea punible según que la manipulación recaiga sobre mercancías (ahora exclusivamente regulado en el art. 300 del Cód. Penal) o sobre valores negociables (art. 309, Cód. Penal). Especialmente si se considera la colusión, respecto de las mercancías, el entendimiento básico es que la maniobra afecta a toda una clase de bienes. Por ejemplo, si los principales tenedores de trigo pactan vender sólo a un precio más elevado, eliminando la competencia entre ellos, el efecto sobre el precio de esa clase de bien (definida como "trigo") es general. Ello posiblemente afecte también los precios de bienes sustitutos. Pero si los principales tenedores de valores negociables emitidos por determinada persona jurídica hacen variar su precio mediante colusión, ello afecta, en principio, sólo a esos valores negociables y no al mercado general de los otros valores negociables, no al menos directamente. Se trata probablemente de una cuestión de definición. La colusión sobre el trigo afecta todo el mercado de trigo, pero no, al menos no primordialmente, al mercado de los cereales. Sin embargo, requerir para que se configure el tipo una afectación universal de todo el sistema de precios es también, para el caso de las mercaderías, ir demasiado lejos, ya que no se corresponde con el sentido literal de la norma, aunque sí con el propósito *antitrust* de la colusión. Quienes afectan, por lo tanto, el precio de los valores negociables de una persona jurídica determinada no necesitan afectar algo más del mercado de valores en general para haber realizado el tipo penal.

Respecto de las maniobras mediante las que se produce la manipulación del precio, la novedad radica entonces en la incorporación —más allá de los defectos de redacción apuntados *supra*, que podrían volver inaplicable a la norma— de las transacciones verdaderas como método de distorsión de precios. Como también se relató, esta incorporación ha ocurrido también en Alemania. Al respecto, la doctrina ha mantenido consideraciones contradictorias. Por un lado, algunos autores no ven que haya una diferencia entre las negociaciones fingidas y las verdaderas con efecto manipulativo de los precios; otros ven como problemático —incluso desde la perspectiva de que ciertas prácticas son socialmente aceptadas— la criminalización de los negocios verdaderos.

Antes de la incorporación del párrafo mencionado al § 20a, WpHG, sostenía Schmitz, casi abogando por su incorporación que: "no están

incluidos en la prohibición los negocios efectivos tendentes a la manipulación de la cotización. Me parece cuestionable que esta limitación tenga sentido. A favor de ella se puede argumentar que el tipo gana con ello notablemente en claridad jurídica. No se plantean problemas en conexión con la determinación de *abusive squeezes, concerning* u otros negocios comparables, que traen aparejados un intercambio económico real de valores patrimoniales. Pero, por otra parte, parece dudoso privar a determinados negocios de su carácter manipulativo, sólo porque no son ficticios. Ello es fundamentado con que se trataría de negocios realmente llevados a cabo de manera formal y como es debido; la confianza en una determinada motivación del participante del mercado en el comercio no podría ser garantizada. Pero formal y conforme a las regulaciones ocurren en la bolsa también los negocios aparentes. Son ficticios exclusivamente porque los valores patrimoniales adquiridos son inmediatamente vendidos de nuevo por otra vía al mercado o porque son adquiridos en acuerdo con un tercero e inmediatamente devueltos por fuera de la bolsa. La situación motivacional es, en todos los casos, la misma... [10, p. 501 y ss., p. 531]. Para Schmitz, entonces, lo decisivo es si el negocio está dirigido a afectar el precio y no que sea formalmente verdadero o simulado. Ello lo deduce de una descripción propia del fin de protección en la confianza del mercado, que consiste en proteger al participante en él para que pueda comerciar un valor patrimonial a un precio que no esté dirigidamente influido por ciertos actores, sino por el interés general del mercado en ese valor patrimonial [10, p. 532].

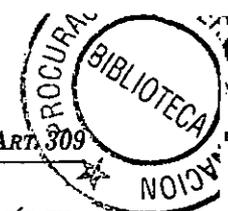
En sentido contrario, Schröder considera espinoso el que los negocios reales estén comprendidos en el tipo, ya que el comercio hábil e incluso el táctico y estratégico no son en absoluto ajenos al orden económico y, en lo fundamental, no serían jurídicamente objetables. También le resulta discutible cómo estos negocios reales pueden tener un efecto engañoso o modifiquen artificialmente a los precios [11, p. 1156]. Otra parte de la doctrina distingue los negocios efectivos de los ficticios o negocios aparentes o simulados en que éstos últimos carecen de un riesgo económico o riesgo de mercado y, por lo tanto, les falta la relevancia económica [conf., por ejemplo, 7, p. 11].

La posición correcta parecería ser la que pretende negar un valor típico a los negocios verdaderos sólo porque fueron llevados a cabo con

la pretensión de manipular el mercado. Tal tipificación implicaría que el ilícito se definiera exclusivamente por un componente subjetivo distinto del dolo, pero sin una referencia objetiva que de por sí implique inequívocamente una manipulación del mercado. Es decir, dos operaciones exactamente iguales tanto en el aspecto objetivo como en el subjetivo relativo al dolo podrían ser, una de ellas lícita y la otra ilícita sólo porque en uno de los casos se tuviera el propósito de manipular un precio; incluso, el conocimiento (dolo) de que el precio variará a causa de la operación no bastaría para la ilicitud. No es posible extenderse aquí en este aspecto, pero a diferencia de otras definiciones delictivas en las que son determinantes los componentes subjetivos distintos del dolo, la equivocidad del propósito en una transacción real, juntamente con la adecuación social de esa misma operación en el plano estrictamente objetivo conspiran contra la idea de que pueda ser hallado el propósito manipulativo del precio sin que, por el contrario, lo que resulte manipulado sea la imputación. Una discusión profunda de ello debe ser dejada aquí de lado.

Lo que sí parece tener consenso es que las negociaciones formalmente existentes pero económicamente ficticias son la forma prototípica de las negociaciones fingidas. Más allá de las disparidades de las definiciones, la literatura coincide entonces en la punibilidad de las llamadas *wash sales* (transacciones en las que el comprador y el vendedor son, económicamente, idénticos [14, p. 160] o en las que no hay un cambio real de la propiedad del instrumento financiero [conf. 1, p. 603 y ss., p. 634]) y en las *improper matched orders* (dos partes simultáneamente intercambian recíprocamente al mismo precio y cantidad, produciendo una sensación de interés por determinado valor que no es real en el mercado).

Posiblemente como un caso de transacción real que emite señales falsas al mercado podría ser tratado el caso resuelto por el Tribunal Supremo Federal alemán en una maniobra conocida como *scalping*. El Tribunal Supremo trató la siguiente situación de hecho (BGHSt 48, 373. Sigo en el texto mayormente el resumen simplificado de Tiedemann [14, p. 161]). El periodista O, que había ganado reputación pública como especialista en finanzas, también asesoraba a grandes fondos de inversión, que seguían sus consejos. O fundó entonces también un



fondo de inversión propio que compró, en parte con dinero prestado, determinadas acciones, que posteriormente recomendó como un buen negocio a los fondos que asesoraba. Cuando el precio de las acciones subió por la fuerte demanda de estos dos fondos, el fondo propio de O vendió también las acciones con ganancia. En primer lugar, el Tribunal Supremo Federal rechazó la calificación de la maniobra como *insider trading*, lo cual luce como una decisión adecuada [conf. 6, p. 191 y ss.] y lo sería también conforme al tipo del art. 307 del Cód. Penal argentino.

El *scalping* definido de ese modo, entonces, sería subsumible en el supuesto de la realización de "transacciones verdaderas". Lo que permanece oculto de la maniobra, es en realidad el interés que conlleva el consejo dado, ya que la suba del precio producto de la compra masiva de quienes seguían sus consejos, lo beneficiaba directamente. En ello, el hecho reprochable parece asemejarse más a una negociación incompatible que a una manipulación del mercado. Pero ello no es lo más relevante. El caso supone el siguiente problema: ¿qué habría pasado si el imputado no hubiera tenido las acciones que recomendaba en su rol de asesor? No se trata estrictamente de una hipótesis, porque se supone que el hecho de que poseyera las acciones no incide en el aumento del precio que está causalmente conectado con su recomendación. Es decir, conforme a los hechos del caso, el asesor se había convertido en una persona de un poder tal que sus recomendaciones tenían un efecto por sí en el mercado y ello independientemente de su propio interés económico en estos cambios. Sus recomendaciones, por lo tanto, eran un factor que influía en el mercado. Cuando se da ese fenómeno, y la persona influente dice "subirán las acciones X" y éstas suben sólo ¡porque él lo dijo!, podría subsumirse su conducta como una noticia falsa, a causa de la autorreferencialidad del fenómeno. Es decir, hay una coincidencia entre el enunciado y la realidad, pero no hay una realidad independiente del enunciado, porque sin éste, aquélla no habría existido. No se trata entonces de una descripción de la realidad, sino de su invención.

En ese contexto, parecería que para no incurrir en responsabilidad criminal, un asesor debería poder remitir sus consejos financieros a algún fundamento objetivo para su predicción, o de lo contrario, incurriría, probablemente, en el delito, ya que su mera palabra tiene un efecto sobre los precios. Aquí es necesario retornar a las dificultades

señaladas al comienzo relativas a la redacción del tipo. Es claro que con la antigua redacción, todavía presente respecto de mercaderías en el art. 300 del Cód. Penal, una maniobra de un asesor que no realiza él mismo transacción alguna (es decir, que no compra ni vende los valores que recomienda) podría ser punible, porque el tipo criminaliza a quien "hiciere alzar el precio". La nueva redacción, con todos sus problemas señalados, dejaría impune este supuesto, puesto que el asesor no es quien realiza "transacciones u operaciones que hicieren subir, mantener o bajar el precio de valores negociables u otros instrumentos financieros, valiéndose de...". En efecto, en el caso reseñado, lo que hizo subir el precio no fue su transacción, sino la de los fondos a los que asesoraba; su transacción "propia" ocurrió luego de la suba del precio, que había sido empujado por el gran volumen de demanda de los fondos a los que él aconsejaba. Y si bien no fue su transacción lo que manipuló el precio, sí lo fue su noticia, que era falsa, en tanto como se explicó *supra*, sin ella, no había una realidad de incremento de precio.

## § 2. OFRECIMIENTO FALAZ DE VALORES (INC. 1º, B)

El inc. 1º, b resulta ser una modificación del antiguo art. 300, inc. 2º del Cód. Penal. La descripción central de la acción típica permanece igual: "ofrecer disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas, etcétera"; lo que ha variado es la descripción del objeto ofrecido, que en la nueva legislación son valores negociables o instrumentos financieros y en la antigua eran fondos públicos o acciones u obligaciones de alguna sociedad o persona jurídica.

Para la interpretación del alcance y los límites de la norma resulta útil su estudio a la luz del tipo contenido en el párrafo 264a del Cód. Penal alemán, llamado "estafa de inversión de capitales". Justamente ese nombre legal que recibe el tipo ha sido criticado con razón, al destacarse que si bien hay una relación cercana con la estafa, ya que como en ella existe un engaño, no se trata de un delito de resultado porque el tipo penal no requiere un daño patrimonial sufrido por el inversor [14, p. 155; en el mismo sentido, 2, p. 603 y ss., p. 649]. Kindhäuser lo describe como un tipo de peligro abstracto que protege exclusivamente el patrimonio del receptor de la oferta [5, p. 916].

Esta caracterización es correcta desde el punto de vista de la estructura del tipo en su formulación local. Al ofrecer los valores mediante informaciones incorrectas se genera ya el peligro de que el inversor sufra un daño patrimonial, pero claramente éste no es requerido por el tipo penal. De manera consecuente, también la escala penal es inferior a la de la estafa, al menos en su extremo superior. Ello es coherente en términos de comparación entre un delito de resultado, descripto mediante un estándar vago que cada receptor de la norma tiene que dilucidar en sus contornos exactos y los delitos de peligro abstracto en los cuales la descripción de la conducta es más cerrada, o al menos, la ausencia de problemas de imputación de resultado limita problemas de apertura del tipo. La conducta está más claramente definida en este tipo penal que en la estafa: no se puede publicitar disimulando hechos existentes o afirmando hechos inexistentes; toda otra consideración acerca de la concreción de la norma en deber no pertenece a los problemas de imputación, salvo, como se verá *infra*, lo referido a qué cosas pueden considerarse información.

Ciertamente se requiere algún esfuerzo argumental más en el tipo del Código Penal argentino para identificar lo central de la figura, que está más explícito en la legislación alemana. En ella, resulta claro que lo prohibido es llevar a cabo ciertas afirmaciones falsas o callar verdaderas en una oferta de valores dirigida a la generalidad del público, mediante la distribución de folletos u otro tipo de comunicación cercana a la publicidad masiva. Si se comprende el tipo penal del art. 309, inc. 1º, b) como un tipo de peligro abstracto sin daño (y también sin necesidad de provocación de error por parte de la víctima) resulta evidente que se trata de recortar esa parte de la conducta engañosa y volverla punible autónomamente con relación a una oferta dirigida a una multiplicidad indeterminada de personas y no a un negocio en particular y concreto.

A esta interpretación contribuye también el título bajo el cual está el tipo penal "delitos contra el orden económico y financiero" aunque esto no es decisivo. Pero si los títulos tienen un valor orientativo en la interpretación de los tipos penales reunidos bajo ellos, es claro que la interpretación consistente en la idea de que el tipo trata de una oferta dirigida a una multiplicidad indeterminada de receptores es más adecuada al propósito general que la que propiciaría una interpretación relativa un

negocio establecido respecto de una sola víctima. De manera similar, con sutileza y brevedad, había definido Fontán Balestra la necesidad de que la oferta se dirigiera a un número indeterminado de personas; este autor deducía ello del título anterior bajo el que se encontraba el tipo "delitos contra la fe pública" [3], aunque luego no distinguía, a mi juicio, de manera exacta, las diferencias entre este tipo y la tentativa de estafa. También Soler deducía la necesidad de que el ofrecimiento sea genérico de las diferencias entre este tipo y el de estafa [13, t. V, p. 359].

Al respecto, Tiedemann identifica como bienes jurídicos protegidos al mercado de capitales y su funcionamiento eficaz; aunque junto a ello, sostiene que también se protege el patrimonio del inversor individual y su libertad de disposición [14, p. 156]. A ello agregó, sin embargo, con anterioridad, una función de protección de la sinceridad de la publicidad en el mercado de capitales [14, p. 155].

En conclusión de esta distinción, aun cuando pareciera surgir de manera explícita del texto, resulta claro que el tipo se verifica exclusivamente cuando la oferta es dirigida, por algún medio de distribución, a un número indeterminado de personas. Ello también revela por qué el lenguaje del tipo se diferencia de los tipos penales estructurados sobre la idea de la defraudación que requieren, según el Derecho positivo argentino, la realización de un ardid, es decir, de una puesta en escena que le dé una apariencia de verdad objetivada a la transmisión falsa de información. El ardid requerido, por ejemplo, por el art. 172 del Cód. Penal consiste en ello: el autor transmite información, mediante un acto comunicativo (no necesariamente verbal), o consistiendo ese acto comunicativo en un ardid. Pero en cualquier caso, un ardid presupone una maniobra mediante la cual el autor hace parecer que la información (falsa) que transmite está objetivada en algo independiente de su única voluntad. Ese es el sentido de la antigua idea de que para la estafa "no basta la simple mentira" [conf. con cierto detalle, 8, p. 247 y ss.]. Ahora bien, es claro que esta "estafa recortada" no requiere un ardid, sino que basta ya con la disimular u ocultar hechos o con hacerlos entrever o afirmarlos. Esas acciones consisten en simplemente omitir información o en afirmar información falsa sin necesidad de otorgarle una apariencia de veracidad que parezca provenir de una fuente independiente de las meras afirmaciones del autor.

Ello, sin embargo, no libra de la consideración relativa a que no toda afirmación se refiere a un hecho o circunstancias, sino que algunas aserciones son opiniones, evaluaciones o dictámenes sobre hechos, que incluso pueden ser futuros y eventuales. Según el lenguaje del tipo, lo que se debe ocultar son hechos o circunstancias, y por lo tanto, los que no lo son al momento del ofrecimiento no están comprendidos en el deber de información. Por ejemplo, la perspectiva, fundada en una opinión, de que algo andará mal en determinado mercado no tiene por qué ser comunicada, ya que no se trata de un hecho, sino de una opinión o un pronóstico. Tiedemann hace referencia a ello de la siguiente manera: "ya que sólo se incrimina la falta de mención de hechos, la no mención de dictámenes no es punible, en tanto se trata de meras valoraciones" [14, p. 157]. Es claro que una opinión es también "un hecho", pero ello no puede dar lugar a confusiones. Una opinión es un hecho (el hecho de la opinión en sí) que puede referirse a otro hecho sucedido o futuro. Por ejemplo, la afirmación "creo que el 2 de diciembre lloverá" es un pronóstico sobre un hecho futuro. Por lo tanto, una oferta que afirme que determinado valor negociable producirá una rentabilidad del tanto por ciento anual no puede ser considerada una afirmación falsa de un hecho en el sentido típico. Kindhäuser, de todas maneras, en contra de esta opinión, considera dentro del concepto de informaciones, no sólo a las "afirmaciones de hecho" sino también a las evaluaciones y pronósticos, en tanto luzcan como objetivamente fundamentados [15, p. 916].

### § 3. INFORMACION FALSA Y DELITOS DE BALANCES (INC. 2ª)

La denominación corriente para este tipo penal ha consistido, tanto en nuestro medio como en otros, en el de "balance falso" o "delitos de balances" [conf. 14, p. 202], aunque las conductas descritas incluyen la inscripción de datos falsos en otras documentaciones y aunque también, en el caso de este tipo, se ha incluido como igualmente delictivo el brindar información a socios o accionistas sin que sea necesario que ésta sea dada en alguna forma estandarizada o documentada.

Como resulta claro se trata de un tipo especial propio, ya que sólo pueden cometerlos las personas que ocupen los cargos enumerados en

el tipo. Sólo es punible la conducta si la sociedad comercial tiene la obligación de establecer órganos de fiscalización privada. El tipo remite con ello a la Ley de Sociedades Comerciales (ley 19.550, especialmente arts. 158 y 299).

Suele discutirse en el ámbito de esta tipología de delitos si el bien jurídico protegido es el patrimonio de los socios y accionistas o, más generalmente, la confianza en la veracidad de la información patrimonial de la sociedad. Tiedemann sostiene respecto del párrafo que penaliza las falsedades en los balances (§ 331, *Handelgesetzbuch*, Código de Comercio) que el tipo "protege la confianza en la corrección de la información sobre la situación patrimonial de la empresa" y que la posición contraria desconoce el significado de la información comercial para la vida económica [conf. 14, p. 202 y s.].

Más allá de estas discusiones un tanto vacías de contenido, se pueden hacer algunas precisiones. En principio, pareciera ser que hay dos tipos de conductas claramente separadas: informar a los socios ocultando o falseando hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa (y en ese caso, los "protegidos" por la norma son principalmente los accionistas, y lo son con relación a su patrimonio) o consignar datos falsos o incompletos en los balances, memorias u otros documentos de contabilidad (por lo que, en general, podría decirse que alguien más que los accionistas resulta protegido, como se esbozará *infra*). La comparación de ambas descripciones lleva a conclusiones un tanto sorprendentes. En primer lugar, el contraste indica que si en el segundo supuesto se requiere que los datos figuren en instrumentos que tienen un marco normativo muy preciso (el balance, por ejemplo, está definido por las leyes comerciales pero también por reglas del arte, circulares, etcétera), en el primero "informar a los accionistas" no remite a ningún marco regulativo. Por lo tanto, en el primero de los supuestos, podría ser típica cualquier forma de transmisión de la información, incluso verbal. Bastaría tal vez que la transmisión de la información haya sido dada en un contexto de seriedad, pero no mucho más; podrían excluirse las frases que carecieran absolutamente de un contenido informativo, como las meras opiniones, "las cosas van a ir muy bien el próximo semestre", pero todo dato falso dado seriamente en un contexto informal sería subsumible en el tipo.

Sin embargo, la formalidad requerida para el segundo supuesto contrasta enormemente con la informalidad del primero, al punto de hacer que su tipificación pareciera innecesaria. Si es punible la transmisión de información falsa, es evidente que ello comprende a los casos en los que los datos son falseados en un balance.

La alternativa de interpretación sería que en el segundo supuesto, el bien jurídico protegido no fuera el patrimonio de los accionistas, sino el de los que todavía no lo son y quisieran invertir en la empresa, o adquirirla, o de autoridades que necesitaran conocer la información patrimonial de la persona jurídica para cumplir fines estatales, como por ejemplo, la determinación de la situación impositiva. Igualmente, la distinción carece casi de todo efecto práctico. Otra diferencia posible también es de dudosa aplicación: la transmisión informal de información, según el texto legal, sólo es punible cuando es importante, mientras que todo dato falso consignado en un balance (importante o no para la apreciación de la situación económica de la empresa) es de por sí punible. Esta interpretación tiene un punto de razonabilidad: la información formalizada necesita de mayor protección. Sin embargo, tiene el siguiente inconveniente: es cierto que la forma de la segunda modalidad tiene un cariz de delito de peligro abstracto, el mero consignar en un balance un dato falso basta para la consumación del delito, aun cuando ese dato no lleve a error y aun cuando no fuera determinante para la apreciación de la situación económica. Los delitos de peligro abstracto proponen una regulación más heterónoma de la conducta que los tipos de lesión, por el siguiente motivo. En los tipos de lesión ("no mates a otro") es dejado en manos de cada persona la determinación de qué cosas son matar, es decir, de qué conductas llevan el riesgo de provocar una muerte y que, por lo tanto, tienen que ser evitadas.

Los tipos de peligro abstracto dan una indicación más precisa de la conducta; se gana en determinación, pero se pierde en libertad. Por ejemplo, si el tipo dijera que es punible el que indujera a error a través de la confección de un balance, de tal manera que pueda resultar un perjuicio económico, el receptor de la norma tendría un margen mayor de libertad para decidir que ciertos defectos menores en los balances no son determinantes, o no inducirán a error. El debería "cerrar" el contenido de la conducta, pero también, objetivamente considerado, debería

haber una esfera de casos de mala confección de balances que no son punibles.

Pero en ese caso, es decir, si la interpretación es que el segundo supuesto es, respecto del primero, un tipo de peligro abstracto, es difícil justificar que la pena sea tan elevada. Sucede entonces que un dato incorrecto no dañoso (pero indisponible para el autor, ya que en un delito de peligro abstracto ese margen de libertad es quitado por el legislador) tiene la misma pena que un dato falso que lleva a error. Los tipos de peligro abstracto pueden legitimarse acaso siempre que la regulación heterónoma no esté penada tan gravemente como la autónoma. De la manera en que está redactado, sin embargo, es claro que la regulación es absolutamente heterónoma: no se debe consignar ningún dato falso e incompleto, y no pertenece a la esfera de la evaluación del autor el decidir si algún dato (falso, no revisado suficientemente, etcétera) no tiene importancia para la evaluación de la situación de la empresa.

En conexión con ello, resulta evidente que la transmisión de información falsa no necesita ser respaldada por un ardid para que sea típica. El mero asentamiento en el balance del dato falso, aun cuando no haya una maniobra objetivada para hacerlo parecer verdadero, resulta típico.

"Datos" son informaciones sobre hechos. Las opiniones, dictámenes, pronósticos no pueden ser considerados como tales. En el momento de la consignación, debe poder establecerse una relación de verdad o falsedad con un hecho que, por lo tanto, ya debe haber ocurrido. Esta limitación no es en absoluto simple ni carente de consecuencias. Por ejemplo, en el célebre caso "Enron", parte de la contabilidad con la que se mantenía una apariencia de prosperidad de la empresa consistía en incorporar en los balances ganancias antes de que ocurrieran. Un ejemplo de esta conducta se cita frecuentemente en la literatura inabarcable sobre el caso. Enron hizo un acuerdo con otra compañía (Blockbuster) para la distribución de películas a través de las líneas telefónicas. Poco después del acuerdo, Enron anotó una ganancia de ciento diez millones de dólares prematuramente, antes de que ocurrieran. De hecho, no ocurrieron, porque el proyecto fracasó luego de las pruebas piloto [conf. 12, p. 243 y ss., p. 245; 4, p. 3 y ss., p. 10]. Otra forma de falsear información consistía en crear pseudosociedades, que lucían como tales, pero que en realidad eran subsidiarias. Esto le permi-

tía asignar al dinero que invertían estas subsidiarias como si fueran inversiones externas, lo cual ofrecía una imagen falsa sobre el patrimonio de la empresa [conf. 12, p. 246].

En la primera de las maniobras, ciertamente se trata de una divergencia entre realidad y un enunciado sobre la realidad. Si se incorporan a un balance ganancias que se cree ocurrirán, pero que no ocurrieron todavía, se trata de la consignación de datos falsos. La segunda de la maniobra relatada también lo es, ya que se disimula con datos incompletos que la inversión no proviene de una compañía independiente, sino de la propia. Ambos supuestos, entonces, serían punibles conforme a este tipo penal.

#### IV — Jurisprudencia

Remitimos a lo expuesto en II — Jurisprudencia del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 545).

## Artículo 310

---

Guillermo Orce

---

**ART. 310. (Intermediación financiera sin autorización administrativa):** *Será reprimido con prisión de uno a cuatro años, multa de dos a ocho veces el valor de las operaciones realizadas e inhabilitación especial hasta seis años, el que por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, realizare actividades de intermediación financiera, bajo cualquiera de sus modalidades, sin contar con autorización emitida por la autoridad de supervisión competente.*

*En igual pena incurrirá quien capture ahorros del público en el mercado de valores o preste servicios de intermediación para la adquisición de valores negociables, cuando no contare con la correspondiente autorización emitida por la autoridad competente.*

*El monto mínimo de la pena se elevará a dos 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.*

#### I — Bibliografía

1. Schmitz, Roland, *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts*, en "ZStW" 115 (2003).

## II — Evolución legislativa

Remitimos a lo expuesto en I — Evolución legislativa del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 503).

## III — Doctrina

§ 1. LA CRIMINALIZACION  
DE LA FALTA DE AUTORIZACION ADMINISTRATIVA  
PARA SER INTERMEDIARIO FINANCIERO

La norma criminaliza la infracción formal de la falta de obtención de un permiso estatal para llevar a cabo una actividad regulada especialmente. Como en todos los casos en los que lo que está prohibido es realizar una actividad sin permiso, hay una tensión acerca de qué es lo protegido: ¿se trata de un tipo de adelantamiento de la lesión del bien hasta momentos antes de que ocurra, como un tipo de peligro abstracto, o de la protección del monopolio estatal del control de una determinada actividad, es decir, de un respaldo por medio del Derecho penal de la potestad administrativa del Estado? (por esta última alternativa se pronuncia Schmitz [I, p. 501 y ss., p. 534]).

Para responder a esa pregunta vale la pena hacer el ejercicio de comparar este tipo con algunas otras criminalizaciones de realizaciones de actividades sin permiso. Al comparar las penas, los bienes en juego y los riesgos, se podrán obtener algunas conclusiones.

El art. 208, inc. 1º del Cód. Penal prevé una pena de quince días a un año de prisión a quien "... *sin título ni autorización para el ejercicio de un arte de curar o excediendo los límites de su autorización, anunciar, prescribir, administrar o aplicar habitualmente medicamentos ... o cualquier medio destinado al tratamiento de las enfermedades de las personas, aun a título gratuito ...*".

Si se contempla a ese tipo penal desde la perspectiva del daño que el ejercicio ilegítimo de la medicina puede provocar en la víctima, se puede partir de la hipótesis de que incluso la muerte entra en el ámbito de lo posible: quien da medicamentos puede matar, aun cuando haya que conducir ese resultado a la omisión en la que incurrirá el paciente —que se cree correctamente tratado—, de obtener los medios curativos que sí

serían apropiados. Es decir, la comparación de los daños se traslada a las siguientes escalas punitivas: para el homicidio, de ocho a veinticinco años de prisión, y para el ejercicio ilegal de la medicina del art. 208, de quince días a un año de prisión.

Dicho de otra manera: quien no tiene los conocimientos adecuados para tratar enfermedades, puede que administre medicamentos inapropiados; éstos podrían ocasionar la muerte por su propia toxicidad. Pero si los medicamentos fueran inocuos, es decir, si no fueran los correctos para tratar la enfermedad real del paciente pero tampoco tuvieran efectos tóxicos, la muerte podría sobrevenir igualmente como producto de la no interrupción del curso dañoso de la enfermedad. Parecería razonable que quien ejerce ilegalmente la medicina (más allá de los problemas de imputación que no corresponde aclarar aquí en detalle), crea, con su conducta, un riesgo mortal para el paciente, aun cuando no administre ninguna sustancia de por sí peligrosa.

Sin embargo, la comparación de las escalas penales en juego sirve para dilucidar qué es lo protegido por el tipo del ejercicio ilegal de la medicina. ¿Puede interpretarse que un tipo penal con una escala tan exigua es un tipo de adelantamiento respecto del tipo penal más grave del Código Penal con relación a la protección de la vida como bien jurídico? La respuesta pareciera ser negativa. Un verdadero tipo de adelantamiento debería acercar su escala punitiva al menos a la de la tentativa inacabada, y ser lo suficientemente amplia, eso sí, habría que admitirlo para captar los casos en los que objetivamente el riesgo puesto en marcha es igual al riesgo permitido, y en los que, por lo tanto, la única transgresión consiste en la falta de tramitación administrativa. En el caso del art. 208 del Cód. Penal, se trataría de los supuestos en los que, por alguna razón, falta algún requisito administrativo formal, pero el autor tiene los mismos conocimientos y aplica los mismos protocolos terapéuticos de alguien que sí realizó el trámite formal.

En conclusión, la diferencia de las escalas lleva a pensar que el tipo del ejercicio ilegal de la medicina no es un tipo de adelantamiento de una de las formas de "matar a otro" sino un refuerzo, a través del Derecho penal, de la reserva estatal de la ejecución correcta de un trámite. En ese sentido, la escala penal es razonable. Dejando de lado la cuestión de si son legítimos los tipos penales de refuerzo de la soberanía

estatal para el control de actividades que podrían acarrear graves daños, la escala contemplada es de las mínimas observables en el Código Penal.

Algo radicalmente diferente pasa con las escalas penales del art. 310 con relación a los tipos penales respecto de los que podría decirse que este artículo es un adelantamiento. Antes de seguir con esa idea, es necesario aclarar brevemente que debe descartarse que, a diferencia de lo que podría suceder con el art. 208 del Cód. Penal, el tipo protege simplemente la potestad estatal de administrar permisos; no se puede justificar la legitimidad de una pena de dos a cuatro años de prisión como si se tratara de una respuesta razonable a la omisión de llevar a cabo un trámite administrativo de autorización.

Se retorna entonces a la idea del tipo como adelantamiento de otros delitos. Imaginables, en primer término, serían los tipos penales en los que el inversor resulta dañado en su patrimonio a causa de la menor seguridad con la que los agentes no autorizados operan en el mercado. Estos daños patrimoniales serían cercanos a la forma en la que se producen los perjuicios en el tipo de estafa, es decir, el inversor padece un déficit de información. Esta perspectiva parece ser, aun cuando no resulta claro, la adoptada en algunos precedentes alemanes al aplicar una figura similar (§ 54 de la *Kreditwesengesetz* —Ley sobre el sistema crediticio; conf. BGH 1 StR 385/99—). Otro delito imaginable sería el lavado de dinero, sobre todo en la modalidad del tipo que consiste en “captar ahorros del público”.

Estas perspectivas, sin embargo, tampoco convencen. Respecto del caso del supuesto daño al patrimonio del inversor, no queda un núcleo de protección real que merezca la protección por medio de la supervivencia del delito de peligro abstracto cuando la intermediación para la adquisición de valores sigue el mismo curso que habría tenido si la hubiese hecho alguien autorizado. Supóngase el caso de un intermediario honesto, que realizó sólo dos operaciones exitosas para sus clientes; penarlo con hasta cuatro años de prisión de todas maneras, porque no contaba con autorización, parece desmedido. Ello resulta independiente de qué solución, respecto del concurso de delitos, se proponga para resolver el caso de un delito de peligro abstracto entendido como un tipo de adelantamiento y la consumación del delito de lesión que

supuestamente es el tipo de daño “adelantado”. Aun cuando se sostuviera que la consumación desplaza, constituyendo entonces un concurso aparente, al delito de peligro abstracto, en el caso de no consumación del delito de daño adelantado, queda subsistente el delito de peligro. (Esta perspectiva me parece errada, porque la lesión es sólo una concreción de uno de los infinitos peligros abstractos ocurridos antes de ella provocados por la conducta peligrosa. Aquí no puede fundamentarse esto de manera completa).

Respecto de la fundamentación del tipo como una protección adicional antilavado, queda sin explicación el caso imaginable en el que el inversor recurre al intermediario no autorizado pero lo hace para invertir con fondos perfectamente legítimos. Esa explicación tampoco resulta entonces plausible.

La agravante contenida en el párr. 3º, aporta algún elemento para pensar que lo que pretendió proteger la norma es el patrimonio del inversor. En efecto, quien publicita sus servicios, está más expuesto a ser descubierto. Esto, por un lado, disminuye las posibilidades de éxito de desempeñar una actividad estatalmente regulada sin ser descubierto por las autoridades; disminuye también las posibilidades de actuar en el mercado del lavado de dinero. Lo único que resulta incrementado por la publicidad es la posibilidad de captar clientes, y parece ser ello entonces lo protegido por la norma. Si cuantos más clientes se convocan más pena hay (por la elevación del mínimo a dos años) lo protegido debería ser el patrimonio de los clientes.

En conclusión, no se sostiene aquí que los delitos de peligro no sean legítimos. El Estado no puede renunciar a ellos para regular cosas que no podría hacer de otra manera. Pero también los delitos de peligro tienen que tener una referencia a un daño respecto del cual resulte legítimo y eficiente adelantarse.

En caso de que lo protegido fuera la simple autoridad estatal de ejercer un control a través de un organismo asignado para ello, las penas no pueden ser excesivas, sino que deben ser exiguas. Es el Derecho administrativo el que importa allí, en tanto el Estado debería controlar que no ejerza una actividad quien no está capacitado para hacerlo. Pero si quien lo hace demuestra la misma solvencia que el autorizado, y si su actividad tampoco daña ningún otro bien jurídico (lavado de activos,

defraudación al Fisco, etcétera), sólo se justifica —acaso— una sanción mínima por el desafío a la autoridad estatal. Y si daña esos otros bienes jurídicos, deben aplicarse las normas respectivas. Un tipo de peligro abstracto no puede tampoco funcionar como un tipo de recogida de todo aquello que no puede perseguirse sino de manera más dificultosa.

El tipo penal del art. 310 del Cód. Penal no cumple con ninguno de estos requisitos y su inclusión en un Estado de Derecho resulta de difícil fundamentación. Una interpretación que pretendiera ser respetuosa entonces de los principios constitucionales del daño (art. 19, Const. Nacional), la mínima intervención y el principio de proporcionalidad de las penas debería propender a aplicar el tipo no como si se tratara de un caso de mera desobediencia (como podría serlo el art. 208 del Cód. Penal) sino como un caso en el que hubo algún peligro de lesión de alguna clase al patrimonio del inversor. Resulta más o menos claro que los casos de ejecución de servicios de intervención financieros que no dañaron el patrimonio, no lavaron dinero, no sustrajeron fondos al Fisco, etcétera, no deberían ser subsumidos en este tipo penal (¡con hasta cuatro años de prisión!) sólo porque el autor no realizó un trámite ante una autoridad administrativa.

Esta perspectiva no debería cambiar si se pretendiera interpretar que “captar ahorros del público” (párr. 2º) implica la prevención del supuesto daño de sustraer del sistema “legal” ahorros. Si quien ejerce la actividad sin permiso estatal no transgrede nada más que la obligación de gestionar el permiso, entonces el Estado debería haber otorgado ese permiso en caso de que se lo hubieran pedido; y entonces, no habría “captación” o bien ello no significa que los fondos son sustraídos a una finalidad estatal determinada.

#### IV — Jurisprudencia

Remitimos a lo expuesto en II — Jurisprudencia del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 545).

## Artículo 311

Guillermo Orce

**ART. 311.** (*Inserción de datos falsos o hechos inexistentes en operaciones financieras*). — *Serán reprimidos con prisión de uno a cuatro años, multa de dos a seis veces el valor de las operaciones e inhabilitación de hasta seis años, los empleados y funcionarios de instituciones financieras y de aquellas que operen en el mercado de valores que insertando datos falsos o mencionando hechos inexistentes, documentaren contablemente una operación crediticia activa o pasiva o de negociación de valores negociables, con la intención de obtener un beneficio o causar un perjuicio, para sí o para terceros.*

*En la misma pena incurrirá quien omitiere asentar o dejar debida constancia de alguna de las operaciones a las que alude el párrafo anterior.*

#### I — Bibliografía

1. Jakobs, Günther, “La competencia por organización en el delito omisivo. Consideraciones sobre la superficialidad de la distinción entre comisión y omisión”, en *Estudios de derecho penal*, Civitas, Madrid, 1997.
2. Sancinetti, Marcelo A., *Dogmática del hecho punible y ley penal*, Ad-Hoc, Buenos Aires, 2003.
3. Trovato, Gustavo, “¿Causas de justificación tradicionales en el derecho penal económico?”, en *Cuestiones penales*, homenaje al profesor doctor Esteban J. A. Righi, Gustavo A. Bruzzone (dir.), Ad-Hoc, Buenos Aires, 2012.

## II — Evolución legislativa

Remitimos a lo expuesto en I — Evolución legislativa, del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 503).

## III — Doctrina

§ 1. FALSA DOCUMENTACION  
DE OPERACIONES CREDITICIAS

En el mensaje del Poder Ejecutivo al Congreso de la Nación, al proponer el proyecto de ley que incluía este artículo (Mensaje n° 1644, emitido el 13 de octubre de 2011), se lee un brevísimo párrafo relativo a este tipo penal. En él se afirma, reiterando en gran parte las palabras del tipo, que: “En el caso de la tipificación del delito de captación fraudulenta de ahorros públicos, se incluyen aquellas acciones que impliquen documentar una operación de crédito —activa o pasiva— o de negociación de valores negociables...”.

Con “captación fraudulenta de ahorros públicos” se hacía referencia al tipo del art. 310. En realidad, lo central en el art. 310, es decir, la conducta realmente incriminada por ese tipo, consiste en la realización de una actividad con el solo defecto de no contar con el permiso administrativo requerido para hacerlo. El art. 310 es aplicable aun cuando quien realiza la actividad no hace nada malo en sí mismo, ni algo prohibido por otras normas, sólo que lo hace sin la autorización estatal. (Acercas de las consecuencias de realizar una conducta sin permiso cuando el Estado lo negó irrazonablemente conf. Trovato [3, p. 697 y ss., p. 707]).

Por supuesto que alguien que no obtiene el permiso administrativo, puede además hacer otras cosas malas o prohibidas en conexión con ello, pero esto no es necesario para la aplicación del tipo. Así, en parte se adujo en el comentario respectivo (lo que aquí se resume enormemente), que se trataba de una infracción formal y, en todo caso, de un tipo de adelantamiento en el que lo que prospectivamente podría llegar a protegerse era, en todo caso, el patrimonio de los inversores. En efecto, éstos podrían ver peligrar su patrimonio por ponerlo en manos de alguien que, al no haber sido convenientemente controlado por el Estado para realizar la actividad, podría no ofrecer las garantías necesari-

rias. La “captación de ahorros” parece referirse a una suerte de sustracción de los fondos a cierto destino organizado por el Estado. Sin embargo, según se sostuvo, una actividad que sólo se diferencia en que es realizada sin permiso pero que, por ser tan adecuada a su ámbito, lo habría obtenido en caso de que lo hubiera solicitado, no pareciera tener una tendencia a un daño trascendente como el indicado.

Debe ser enfatizado que para evaluar correctamente la conducta, debe suponerse el caso en el que la única diferencia entre una actividad y otra es la falta de permiso, es decir, que no se cometan otros delitos que pudieran, si no se es cauto, entorpecer el análisis; pero la falta de permiso es la única condición necesaria para la punibilidad del hecho.

Respecto del tipo del art. 311, entonces, quien propone la norma, como se relató *supra*, insiste en que en este caso también se trata de una “captación fraudulenta” de ahorros públicos. Ahora bien, ello tiene que ser forzosamente equivocado respecto de al menos algunas (si no todas) las conductas descriptas en este tipo penal. En efecto, como primera descripción, el tipo incluye la siguiente conducta: documentar contablemente una operación crediticia activa o pasiva insertando datos falsos o mencionando hechos inexistentes.

Esta conducta, según parece, implica que al menos es también punible un supuesto en el que una institución financiera finge otorgar un préstamo, lo documenta así en su contabilidad, pero en connivencia con el tomador del préstamo, no lleva a cabo una entrega verdadera de dinero. Esta falta de entrega del dinero es necesaria para que el hecho de documentar la operación contablemente sea falso (como “inserción de datos falsos”). Es decir, la falsedad implica una divergencia entre la representación contable y la realidad. Sólo se puede documentar contablemente *falsamente* una operación crediticia si en la realidad, a diferencia de los enunciados de la documentación contable, la operación no existe o al menos no tiene la magnitud de lo asentado.

En cualquier caso, si una maniobra como la descripta se subsume en el art. 311, resulta evidente que no se trata de una captación de ahorros, sino de alguna otra cosa.

Centrándose en este supuesto de hecho que se subsume en la descripción del tipo, cabe preguntarse si éste acierta a prohibir algo que no lo estaba en otras normas. Rápidamente deben descartarse algunas

consideraciones. En todo aquello que no tenga una relación directa con los delitos de falsedades contables (que resulta, según parece, lo más cercano a la materia de la prohibición de este tipo penal) la maniobra descripta podría ser subsumible (o no) en otras prohibiciones del sistema penal, pero ello seguirá la lógica de las prohibiciones que podrían entrar en juego, sin importar la descripción típica del art. 311; por lo tanto, eso no puede resultar el motivo de la prohibición.

Con ello se quiere decir lo siguiente. Siempre tomando como base la maniobra descripta, ésta podría implicar una forma de intentar, por ejemplo, el "lavado" de dinero. En efecto, si se simula un crédito que no se otorga realmente, el receptor del crédito lograría darle una apariencia de licitud, al menos momentáneamente, al dinero ilícito no declarado que ya tenía en su poder. Probablemente esta maniobra sea, a la larga, inidónea para blanquear activos ilícitos, porque, por ejemplo, a la hora de la devolución, el origen de esos fondos también debe ser explicado; o bien el dinero lícito de la institución que asentó falsamente en sus registros la operación inexistente no puede estar más en poder de ésta de forma visible (esto es claro, ya que asentó falsamente dar algo que sigue teniendo). Parecería que siempre, con una maniobra de este tipo, en algún momento, tarde o temprano, hay un déficit de apariencia lícita de una suma de dinero.

Ahora bien, que esta maniobra constituya el delito de lavado de activos dependerá de la tipificación de ese delito. Lo mismo ocurre con otros tipos penales que podrían entrar en juego, como por ejemplo las defraudaciones al Fisco.

Una posible interpretación de la función de esta norma es adelantar y de cierta forma independizar tramos de conductas que podrían ser el inicio o la base de la lesión a otros bienes jurídicos de manera independiente, justamente, de que luego el tipo ulterior esté configurado. Por ejemplo, estas formas de falsedades podrían ser utilizadas como maniobras de defraudación tributaria. Que luego esas maniobras sean punibles por algún tipo penal de la Ley Penal Tributaria podría resultar dudoso por muchísimas circunstancias, como por ejemplo, si la maniobra de asentar contablemente sirve para una defraudación tributaria que no alcance al mínimo punible (más de 400.000 pesos, conforme al art. 1º de la ley 24.769 y sus modificatorias). El adelantamien-

to que implicaría en general este art. 311 respecto de varios tipos penales daría además un incentivo independiente al círculo de autores descriptos (empleados y funcionarios de instituciones financieras) para no contribuir con los autores de esos tipos adelantados. Esta función es posible y acaso necesaria, en tanto desde la perspectiva de esos autores, la percepción de ser partícipes de un delito de otro podría ser demasiado lejana. Para seguir con el mismo ejemplo, la documentación de una operación de crédito que supuestamente se otorga podría ser la contribución de un funcionario de una institución financiera al delito de fraude a los acreedores contemplado en el art. 176, inc. 1º del Cód. Penal (simular o suponer deudas).

A esta interpretación contribuye también el monto de la pena, que en definitiva, si bien no es nimio, resulta de los más bajos entre los existentes en la última tanda de legislación penal-económica. Según esta interpretación entonces, y siempre teniendo en cuenta la descripción del caso dado (el funcionario de la institución financiera asienta falsamente en documentación contable una operación de crédito en connivencia con una persona externa que no recibe dinero y que, por ejemplo, le da así al menos momentáneamente apariencia de licitud a una suma), el funcionario podría ser penado independientemente en estas maniobras, aun cuando el tipo "adelantado" no se configure realmente.

Esto significaría también que si el funcionario de la institución financiera fuera condenado como partícipe del hecho principal (por ejemplo, como partícipe necesario del delito del comerciante declarado en quiebra que simula una deuda, justamente, con la ayuda del funcionario de la institución financiera que la asienta falsamente como un crédito de su institución) la aplicación del art. 311 debería ser desplazada en virtud de que existiría un concurso aparente o concurso de leyes. Resulta claro aquí que el desvalor de la falsedad como peligro se ve desplazado por la ocurrencia del daño posterior.

Ahora bien, más allá de la explicación dada respecto del supuesto de hecho de la connivencia entre alguno de los autores señalados por el tipo (empleados y funcionarios de instituciones financieras) con un supuesto "tomador" o "dador" de un crédito, lo cierto es que esa modalidad es sólo una de las posibles. El delito también se vería configurado en los casos en los que el funcionario inserte datos falsos en la documentación

contable sin connivencia con ninguna persona externa a la institución financiera.

En este sentido entonces, esta norma tipifica nuevamente y con otros contornos lo descrito en el art. 309, inc. 2º, es decir, el asentamiento de datos falsos en los instrumentos contables. Lo hace de tal manera que abarca otros supuestos que el art. 309 y con otra estructura, pero el núcleo de lo prohibido es, al menos en algunos supuestos, el mismo: informar falsamente sobre la situación económica de una institución financiera puede tener efectos perjudiciales en un ámbito indeterminado de receptores que necesitan información fidedigna para orientarse correctamente en sus decisiones económicas.

Según esta última norma, el asentamiento de datos falsos debe ser llevado a cabo en balances, memorias u otros documentos de contabilidad, pero sólo en el caso de sociedades comerciales que tienen obligación de establecer órganos de fiscalización privada. En el art. 311 la descripción del lugar en el que se asientan las falsedades es más abierta ("documentar contablemente") pero ello no implica ningún problema relativo al principio de legalidad, ya que las normas, regulaciones y la *lex artis* contable dan suficientes parámetros para determinar qué objetos están comprendidos en el concepto de documentación contable.

También hay una diferencia entre el círculo de autores, que en este caso parece ser más amplio, ya que abarca a empleados y funcionarios. Con relación a los primeros, será una cuestión en la que deberá dilucidarse en cada caso lo concerniente a si tenían el dominio del hecho como delito o si simplemente fueron un instrumento de ejecución de la maniobra. Esta aclaración es pertinente porque la idea del término "empleado" presupone la actuación subordinada como mano de obra que no toma decisiones, sino que ejecuta las directivas de quienes organizan el trabajo y son, por lo tanto, los verdaderos responsables de él. Por ejemplo, la falsedad que un empleado asienta contablemente como orden dada por quien administra la institución financiera no necesariamente debe serle imputada como obra suya, así como no le pertenece al empleado en una empresa que produce objetos los ejemplares que el fabrica con sus propias manos. Las reglas de atribución de hechos dentro de las organizaciones no pueden ser alteradas por los tipos penales, o dicho de otra manera, en la interpretación de los tipos pena-

les deben ponerse en juego las reglas de atribución que existen en la institución.

Quizás esta función limitadora respecto de los empleados pueda ser cumplida en un número importante de casos (aunque no en todos) por la intención interna trascendente que incluye el tipo penal al exigir que al momento del hecho, independientemente de su concreción real, el autor lleve a cabo la conducta "con la intención de obtener un beneficio o causar un perjuicio, para sí o para terceros".

También presenta problemas el término "funcionario" aplicado a instituciones privadas, ya que no existe una correspondencia clara entre ese término referido en general al ámbito público con el predicado, justamente, de "público" y las estructuras de instituciones financieras. Una interpretación extensiva del art. 77 del Cód. Penal, que extrapolara qué es desempeñarse en el ámbito público como funcionario para aplicarlo al ámbito privado sería de dudosa compatibilidad con el principio de legalidad.

Por último, el párr. 2º, que describe una forma omisiva, revela una vez más que el centro de la infracción consiste en comportarse con falsedad en los instrumentos que sirven para obtener información necesaria de las instituciones financieras. Se dejará de lado el problema de la necesidad de la descripción omisiva de la conducta en el tipo. En realidad, cualquier infracción puede ser cometida por acción u omisión y, por lo tanto, no resulta casi nunca necesario describir a la conducta duplicadamente en forma activa y omisiva, bastando con que se lo haga de una sola forma [1, p. 347 y ss.; con consideraciones relativas al lenguaje natural, cf. 2, p. 109]. "El que matare a otro" abarca tanto el caso de quien da una droga que mata a la víctima como el caso de quien, siendo garante, no le da una droga que salvaría a la víctima en trance de muerte.

Pero ciertamente, si el lenguaje del tipo es "muy activo", como en este caso "insertar datos falsos" o "mencionar hechos inexistentes", la inclusión de una cláusula omisiva no daña. Como se afirmó en el párrafo precedente, en este caso, esta inclusión reafirma, de alguna manera, que lo central del tipo es hacer que figure en la documentación contable una imagen de la situación de la institución que no se corresponde con la realidad. Ello se logra, claro está, tanto afirmando contablemente que

se produjeron ciertas operaciones que no se produjeron, como omitiendo informar acerca de operaciones que sí se produjeron. En esta divergencia entre representación y realidad, que basta para la configuración del tipo, se ve la esencia de esta norma como cercana a la contenida en el art. 309, inc. 2º del Código Penal.

#### IV — Jurisprudencia

Remitimos a lo expuesto en II — Jurisprudencia, del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 545).

## Artículo 312

---

Guillermo Orce

---

**ART. 312. (Cohecho financiero). — Serán reprimidos con prisión de uno a seis años e inhabilitación de hasta seis años, los empleados y funcionarios de instituciones financieras y de aquellas que operen en el mercado de valores que directa o indirectamente, y con independencia de los cargos e intereses fijados por la institución, reciban indebidamente dinero o algún otro beneficio económico, como condición para celebrar operaciones crediticias, financieras o bursátiles.**

#### I — Bibliografía

1. Roxin, Claus, *Teoría del tipo penal. Tipos abiertos y elementos del deber jurídico*, Depalma, Buenos Aires, 1979.
2. Welzel, Hans, *Das Deutsche Strafrecht. Eine Systematische Darstellung*, 6ª ed., Walter de Gruyter, Berlin, 1958.

#### II — Evolución legislativa

Remitimos a lo expuesto en I — Evolución legislativa, del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 503).

#### III — Doctrina

##### § 1. EL LLAMADO «COHECHO FINANCIERO»

El mensaje del Poder Ejecutivo al Congreso de la Nación (nº 1644, emitido el 13 de octubre de 2011) denominó a esta figura como “cohecho

financiero". En remisión al texto de la norma propuesto, se consignaron en dicho mensaje algunos elementos cuyo estudio y desarrollo han sido llevados a cabo tradicionalmente en los comentarios al cohecho "de funcionarios". La figura sólo prohíbe la conducta de quien recibe el dinero; otras de las características señaladas por el mensaje no se plasmaron, luego del proceso legislativo, en el texto que se convirtió en ley.

Respecto del texto finalmente aprobado, las discusiones parlamentarias son muy breves. Apenas se destaca la opinión del diputado Garrido, quien sostuvo, entre otras consideraciones, lo siguiente: "Señor Presidente: la redacción de este tipo penal, tal como ha quedado plasmado, se aparta de lo que es habitual en materia de regulación del cohecho, porque no se hace referencia a la conducta indebida a la cual estaría atado el pago que se realiza. La redacción abarca conductas que no necesariamente son indebidas o que, por lo menos, podrían ser de escasa significación. Aquel empleado de una entidad financiera que reciba indebidamente dinero como condición para celebrar una operación crediticia —o sea, aquel que pretende cobrar una comisión adicional al que va a realizar una operación crediticia— caería en la tipicidad que se está a punto de aprobar. Nuestra propuesta es la de redactar este tipo penal de modo que se incrimine aquella conducta prevista en la formulación tradicional o en las convenciones internacionales en cuanto a la aceptación de cualquier tipo de promesa, favor o ventaja. Habría que aclarar que se trataría de un acto indebido; es decir, para hacer o retardar algo relativo a la función" (versión taquigráfica, Honorable Cámara de Diputados de la Nación, Reunión 13<sup>a</sup>, 1<sup>a</sup> Sesión Extraordinaria, 15 de diciembre de 2011, Período 129<sup>o</sup>).

Estas observaciones son correctas en parte, y además sirven para señalar la particularidad del tipo respecto del tradicional delito de cohecho; pero en otro sentido, plantean ciertos temores que son infundados, en tanto todo lo relativo a la cuestión de lo indebido de la conducta es un problema que ocurre con alguna frecuencia en el Derecho penal y que no plantea mayores problemas.

En efecto, la diferencia sustancial entre el cohecho "de funcionarios" y el cohecho tal como lo describe el art. 312 es la siguiente. En el primer caso, resulta evidente que el funcionario público no puede recibir ningún pago en ninguna circunstancia. Cualquier pago que le efectúe una per-

sona para que haga algo relativo a sus funciones resulta típico, si se dan, obviamente, todos los elementos del tipo. Cualquier pago es *indebido*.

En el caso del tipo del art. 312, por el contrario, el recibir dinero por parte de los empleados o funcionarios ("privados") que tramitan las operaciones, resulta justamente parte del negocio lícito que administran. Es decir, el pago de una comisión para celebrar una operación forma parte ínsita del negocio que llevan a cabo los intermediarios financieros, pero también el cobro de costos financieros y muchos otros pagos forman parte lícita de la conducta.

Esta diferencia fundamental es la que obligó a la inclusión de la palabra "indebidamente" como predicado del "reciban". Es decir, sólo la recepción de pagos "indebidos" es punible, pero no lo es claramente, el recibir aquellos pagos a los que se hacía referencia *supra* y que son parte del negocio. Al respecto, corresponde una aclaración más. Es posible que cuando el diputado sugería la inclusión de una aclaración que limitara la punición a actos referidos a un hacer o retardar algo relativo a la función del autor del hecho, hiciera referencia a una necesidad de limitar la apertura que implica este tipo penal.

Pero al respecto, no resulta ocioso recordar que no son inusuales las estructuras típicas que contienen esta clase de elementos como "indebidamente" para delimitar la conducta prohibida. Al respecto, resulta clásica la exposición que hiciera Roxin acerca de la temprana descripción, por parte de Welzel, de esta tipología. Roxin sostenía: "Welzel postula que en los delitos de comisión dolosos no todos los tipos son 'cerrados'. En muchos casos la materia de la prohibición no 'está descrita en forma total y exhaustiva por medio de elementos objetivos'. En estos supuestos el tipo resulta 'abierto', es decir, la conducta prohibida no está caracterizada por una descripción objetiva y exhaustiva y, por tanto, la realización del tipo no podría indicar la antijuridicidad" [1, p. 6].

La descripción de la tipología incluye lo siguiente. Mientras que en un tipo cerrado el juez tiene que hacer una verificación de la antijuridicidad mediante una comprobación negativa de si se da alguna causa de justificación que, luego de verificado el tipo, quite el carácter antijurídico a la conducta, en los tipos abiertos, debe "investigar la antijuridicidad mediante la comprobación de los llamados 'elementos del deber jurídico'" [1, p. 6].

Dentro de estas tipologías se encuentran las llamadas reglas generales de la antijuridicidad. El ejemplo conocido de ello es lo que sucede en el delito de coacciones. Según la descripción del tipo en la legislación alemana (§ 240, Cód. Penal alemán), comete coacciones el que “mediante violencia o la amenaza de un mal sensible coacciona a otro a la realización de una acción, a tolerarla o a omitirla”. Sin embargo, el juez debe comprobar en virtud de reglas la antijuridicidad si la conducta es reprochable porque, como afirmaba Roxin con remisión a Welzel, “... en la vida social existen casos de coacción mediante amenaza de un mal sensible que resultan totalmente adecuados a derecho, aunque no estén autorizados por una proposición permisiva especial” [1, p. 7].

Esto es lo que sucede entonces con el término “indebidamente” relativo a la recepción del dinero como condición para celebrar operaciones crediticias, etcétera. El “recibir dinero” es ya algo que se subsume en la descripción del tipo, pero no toda recepción es indebida; sólo las que lo sean se convierten en conductas ilícitas. Justamente, la recepción del dinero relativo, por ejemplo, a la comisión por la ejecución del negocio no es contraria al derecho, y por lo tanto, no configura el delito.

Ahora bien, lo central del problema no es la caracterización dogmática de esta tipología, ni un supuesto riesgo por la apertura del tipo (que en este caso, más allá de la necesidad de la norma —de lo cual puede dudarse— resulta inevitable), sino el dilucidar qué recepciones son indebidas y particularmente, considerar cuáles pueden ser las maniobras que incluyan pagos y cuál sería el propósito de hacerlos. Ello es lo que delimitaría la materia de la prohibición y es una tarea prototípica del análisis del tipo penal que, con relación a la resolución de los casos, recae obviamente en los jueces con posterioridad a la ejecución de la conducta.

Al respecto parece poco orientativa la indicación del mensaje de elevación acerca de que con la criminalización de esta conducta “... se busca limitar los estímulos ilegales asociados al desarrollo de operaciones en los mercados con fines meramente especulativos”. La referencia a la especulación, como motivo para la realización de una operación, no ofrece indicios inequívocos acerca de qué recepciones de sumas de dinero —como condición para realizar una operación— son indebidas. En cambio, en esta primera aproximación, podrían reconocerse dos formas de contrariedad al deber.

La primera de ellas tendría un contorno difícil de determinar. Se trataría de la exigencia de un empleado o funcionario, que tiene el poder de decisión acerca de la celebración de la operación, de recibir un plus por ella que no forma parte de la práctica negocial habitual [2, p. 73, acerca de la reprochabilidad social que marcaría la antijuridicidad en el caso de las coacciones] y que, por lo demás, se lo pretende para realizar una operación respecto de la cual no hay ningún impedimento legal. Es decir, la recepción de dinero como condición para hacer una operación que, quien se encuentra coaccionado a pagar, tiene la *libertad jurídica* de hacer. Esta hipótesis delictiva tiene varios problemas. En primer lugar, resulta una cuestión difícil de distinguir los casos en los que este plus es realmente indebido o está dentro del marco de la negociación y la libertad de contratación. Salvo los casos en los que el funcionario o empleado claramente exija un plus por sobre las indicaciones específicas de la institución financiera, su determinación es dificultosa. Pero además, en los casos en los que quien quiere hacer la operación se encuentra en condiciones legales para hacerla, la maniobra de un empleado o funcionario de exigir un plus por sobre lo pretendido por la institución tiene escasas posibilidades de éxito, ya que el coaccionado al pago siempre podrá poner de manifiesto esta exigencia de un pago indebido.

Ello prácticamente deja como hipótesis criminológica única del caso al supuesto en el que la recepción indebida se deba a que quien quiere realizar la operación no puede, en realidad, por algún motivo legal, llevarla a cabo; la exigencia de pago se pondría en este caso como condición para realizar, de todas maneras, la operación que debería negarse por razones legales. En tal maniobra, generalmente estarían involucrados otros quebrantamientos normativos o reglamentarios. Pero, en cualquier caso, la función del tipo consistiría, nuevamente, en dar incentivos para que no se transgredan las reglas del mercado o que funcionen como normas flanqueantes de otros bienes jurídicos. Así, por ejemplo, la punición de la recepción de un pago indebido para realizar una operación que pudiera servir como maniobra de blanqueo de capitales sirve como un incentivo al funcionario para no realizar la maniobra que, de no estar tipificado el “cohecho financiero”, no tendría motivos para evitar.

Con esta interpretación, por ejemplo, no sería un problema la ausencia, señalada algunas veces, de la criminalización del cohecho financiero activo, puesto que quien necesita hacer la operación para encubrir un delito anterior, ya no puede ser motivado eficazmente por la prohibición del cohecho; por lo demás, la falta de punición —siempre con relación a este supuesto— produce menos problemas relativos a una posible doble valoración.

Por lo demás, el tipo penal presenta las mismas dificultades relativas a la delimitación del círculo de autores que tiene el art. 311, con lo que se remite a lo reseñado en su respectivo comentario.

#### IV — Jurisprudencia

Remitimos a lo expuesto en II — Jurisprudencia, del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 545).

---

Guillermo Orce

---

**ART. 313. (Responsabilidad penal de las personas jurídicas). — Cuando los hechos delictivos previstos en los artículos precedentes hubieren sido realizados en nombre, o con la intervención, o en beneficio de una persona de existencia ideal, se aplicarán las disposiciones previstas en el art. 304 del Código Penal.**

*Cuando se trate de personas jurídicas que hagan oferta pública de valores negociables, las sanciones deberán ser aplicadas cuidando de no perjudicar a los accionistas o titulares de los títulos respectivos a quienes no quepa atribuir responsabilidad en el hecho delictivo. A ese fin deberá escucharse al órgano de fiscalización de la sociedad.*

*Cuando la persona jurídica se encuentre concursada las sanciones no podrán aplicarse en detrimento de los derechos y privilegios de los acreedores por causa o título anterior al hecho delictivo. A ese fin deberá escucharse al síndico del concurso.*

#### I — Bibliografía

1. Orce, Guillermo, *Disolución de la persona jurídica y muerte de la persona física: dos causas análogas de extinción de la acción penal*, en "Revista de Derecho Penal y Procesal Penal", jul. 2005.
2. Orce, Guillermo, *La inclusión de sanciones a personas jurídicas en el proyecto de reforma del Código Penal*, en "Nueva Doctrina Penal", 2006/B.

3. von Weber, en Engisch, Karl - Hartung, Fritz, *Empfiehl sich, die Strafbarkeit der Juristischen Person gesetzlich vorzusehen?*, Mohr, Tübingen, 1954.
4. von Weber, *Über die Strafbarkeit juristischer Personen*, en "GA", 1954.

## II — Evolución legislativa

Remitimos a lo expuesto en I — *Evolución legislativa*, del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 503).

## III — Doctrina

### § 1. RESPONSABILIDAD PENAL DE LAS PERSONAS JURIDICAS Y LAS REGLAS DE PROTECCION A INOCENTES

El párr. 1º del art. 313 reitera la fórmula de la responsabilidad penal de las personas jurídicas dispuesta en el art. 304. La técnica legislativa es bastante extraña. ¿Por qué se dispuso lo mismo dos veces y no se omitió, por así decirlo, el art. 304 para regular en cambio, al final del título, la responsabilidad penal de las personas jurídicas para todos los tipos del título?, esto no resulta del todo claro. En efecto, el art. 304 dispone la responsabilidad penal de la persona jurídica si ésta comete algunos de los hechos descritos en el art. 303; mientras que el art. 313 establece la responsabilidad de la persona jurídica en caso de que cometa alguno de los hechos delictivos contemplados en los artículos anteriores, y ellos son, entonces, los que están descritos en los artículos que siguen al art. 304 (algunos de estos artículos no describen conductas, pero ello no acarrea ningún problema).

La única explicación posible es que no se haya querido poner, respecto de las corporaciones que cometan delitos de lavado (art. 303), la salvaguarda que contiene el art. 313 respecto de los accionistas inocentes y de los acreedores de la empresa concursada (este comentario se concentrará en esas dos previsiones, porque la responsabilidad penal de las personas jurídicas dispuesta en el párr. 1º ya fue tratada *supra*, en el comentario al art. 303, al que se remite). Pero esta explicación no resulta muy convincente, ya que si hubiera accionistas inocentes a los que habría que evitarles todo perjuicio que se desprenda de la

punición de la empresa, deberían ser tratados de igual manera, sin importar —¡qué paradoja!— cuál es la clase de delitos que *no* cometieron. Lo mismo cabe decir de la cláusula de protección de los acreedores de la persona jurídica autora del hecho.

Los párrs. 2º y 3º del art. 313 tienen redacciones prácticamente idénticas a las que tenían los párrs. 4º y 5º del art. 67 del Proyecto de Código Penal elaborado en 2006 por una Comisión de juristas (Comisión para la Elaboración del Proyecto de Ley de Reforma y Actualización Integral del Código Penal, Res. M.J. y D.H., nros. 303/04 y 136/05). La modificación no alteró el contenido de la regulación, ya que sólo se cambió la descripción "acciones o de otros instrumentos negociables" por la de "valores negociables".

Como tuve la oportunidad de sostener al comentar aquel proyecto, los párrs. 2º y 3º de la norma son enormemente criticables [2, p. 573 y ss., esp. p. 580 y ss.]. En el primer caso, es decir, en lo relativo al cuidado de no dañar a los accionistas y titulares a los que no quepa atribuir responsabilidad en el hecho delictivo, tomado en serio, tiene que conducir a la imposibilidad de sancionar a la persona jurídica. Las alternativas para proteger a los accionistas no responsables de todo daño sin renunciar a aplicar la sanción a la persona jurídica que podrían ser imaginables implicarían alguna suerte de traspaso o compensación a ellas para las que se carece de sustento normativo.

Respecto del segundo supuesto, el de cuidar de no dañar en caso de que la empresa esté concursada a los acreedores anteriores, el defecto es doble. Por un lado, se pierde de vista que una persona jurídica concursada debe ser homologada a una persona física que ya no es autónoma, o sea, que perdió su capacidad de autodeterminarse y que, por lo tanto, es inimputable. Se trata de una causal de inimputabilidad sobreviniente que impide la aplicación de la pena. Por otro lado, la sola presencia de la previsión supone la regulación justamente contraria, es decir, que las personas jurídicas con incapacidad sobreviniente pueden ser penadas; ello es contrario a los principios básicos de la responsabilidad penal. A continuación me referiré brevemente a las dos previsiones por separado.

En cuanto al primero de los problemas, el núcleo del error consiste en no distinguir correctamente el mal de la pena, la aplicación de dolor

que el Estado realiza como contestación al delito, con los efectos colaterales de ese dolor, que pueden ser muy graves, pero que no pueden ser considerados auténticamente como una pena. La pena tiene una dimensión ontológica de la provocación del dolor al condenado, y ello es independiente de la teoría de la pena que se adopte: la pena privativa de libertad, por ejemplo, resulta en su núcleo central (la propia pérdida de la libertad misma por la pena de prisión) igual, cualquiera sea la justificación del castigo estatal. Por mencionar dos ejemplos, a pesar de las divergencias en el modo de ejecución que pudieran existir, la privación de la libertad es igual para la prevención especial positiva que para la prevención general positiva. Pero esta dimensión ontológica no es todo lo que la pena es, o, para decirlo de otra manera, hay otras dimensiones ontológicas de la pena que no forman parte del concepto ni de la institución de la pena. Por ejemplo, el dolor de la madre por la condena del hijo condenado no es la pena, aunque sea una consecuencia directa de ésta. A esta comparación volveremos *infra*.

Del mismo modo, la pena a la corporación implica daños a otras personas (físicas), como por ejemplo, los accionistas, pero ello no sucede en carácter de un mal penal, es decir, no se trata del mal de la pena sino de una consecuencia negativa para terceros que sólo está en conexión causal, pero no jurídica con la pena. En efecto, en tanto pena, los accionistas no reciben ningún mal: ellos no son destinatarios de ninguna restricción de sus libertades, sus prontuarios penales permanecen sin tocarse, ni se les formula ningún reproche moral directo o indirecto. Estos argumentos no son nuevos, sino que vienen ya desde el inicio de la discusión en el ámbito europeo [conf., sobre ello, 3, p. 61; 4, p. 237 y ss., esp. p. 240].

Debe aceptarse, sin duda alguna, que la aplicación de cualquiera de las penas previstas en el art. 304 a la persona jurídica tendrá una incidencia perjudicial para el accionista. Pero esta incidencia no es de por sí una pena, sino un mal concomitante a ella. Es chocante, sin embargo, que estas prevenciones respecto del daño provocado por la pena a personas inocentes aparezcan en el ámbito de la protección de derechos patrimoniales de inversores en valores de grandes corporaciones (no a otras personas jurídicas puede aplicársele pena, ya que es necesario para ello que la persona jurídica tenga una personalidad independien-

te de las personas físicas y ello no ocurre en pequeñas empresas, en las que no pueden distinguirse las decisiones de las personas físicas de la red de políticas decisionales de la corporación) y no respecto de personas físicas.

Cuando se condena a prisión a una persona física, muchas veces resultan perjudicadas personas inocentes. La familia del condenado sufre la pérdida de su compañía, acaso también el sustento económico del que dependían. Nada en los parámetros de mensuración de la pena contenidos en el art. 40 y ss. del Cód. Penal llega a algo tan drástico como el art. 313, que realmente veda la aplicación de la pena si los accionistas pudieran resultar perjudicados y, por lo tanto, casi deroga la punibilidad de las corporaciones que hagan oferta pública de valores, puesto que la condena penal tiene que incidir, de alguna u otra manera, en los accionistas. La alternativa de la salvaguarda consistiría en que en caso de aplicarse la pena, los accionistas inocentes fueran recompensados a costa de la empresa. Pero ello, por un lado, implicaría una doble imposición penal con un nombre diferente al de multa, y por otro, como fue señalado *supra*, no existe ningún apoyo del Derecho positivo para llevarlo a cabo.

La previsión sobre la protección a los acreedores comparte los problemas del párrafo anterior, quizás con algunas agravantes. En parte, el defecto es el mismo: la aplicación de la pena está subordinada a la condición de que no resulten afectados derechos patrimoniales de terceros, lo que probablemente no ocurra, por definición, nunca. Pero ciertamente se agrega un problema. Se trata de la posibilidad de aplicar una pena a una persona —jurídica o física— que, por algún defecto, ha perdido aunque sea parcialmente su capacidad de culpabilidad. A la persona física que posteriormente a la ejecución de un delito le sobreviene una causa de inimputabilidad no puede aplicársele una pena o debe suspenderse la que esté en ejecución. La pena sólo es aplicable a una persona en sentido penal y ello exige sin dudas que ella sea libre y autodeterminada. La culpabilidad es exigida en el momento de la ejecución del hecho, pero también en el de la imposición o cumplimiento de la pena; cuando falta, ella no puede cumplir su función específica. Ello sucede también independientemente de la teoría de la pena que se elija para justificar la sanción. Si se tratara de la prevención

especial positiva, por ejemplo, resulta inválido aplicar un tratamiento de resocialización. Los problemas de falta de socialización que resuelve la pena para esta justificación del castigo presuponen la intervención sobre una persona competente en general con algún defecto en particular y no es posible llevarla a cabo cuando falta el presupuesto de la socialización, es decir, cuando falta el sustrato necesario para considerar a la persona con capacidad de culpabilidad. No se puede socializar a una persona que ya no tiene capacidad de controlar sus acciones; en el caso de la corporación concursada, ya no es su sistema de toma de decisiones lo que la sigue rigiendo, sino un control externo. Si la teoría de la pena fuera la prevención general positiva, lo que falta puede ser definido como la competencia comunicativa para cuestionar la vigencia de la norma y, por lo tanto, falta también un receptor válido para la comunicación del sentido de estabilización de la pena.

La intervención de una empresa a causa de su concurso, en algún momento implica la pérdida, al menos parcial, de su autodeterminación, ya que pasa a ser —también al menos parcialmente— heteroadministrada. Sin esa condición, no puede aplicársele una pena, porque es un presupuesto necesario que ella recaiga sobre una persona responsable [conf. detalles ulteriores y referencias bibliográficas al respecto, I, p. 968 y ss.]. La heteroadministración al menos parcial que implica el concurso de una persona jurídica vuelve inaplicable la pena.

En conclusión, e invirtiendo el orden en que fueron mencionadas las objeciones en este comentario, no hay razón para tener las prevenciones dispuestas por el legislador antes de imponer la sanción a las personas jurídicas. Los daños a los accionistas no son la pena y su producción no tiene por qué ser evitada. En todo caso, esa clase de evitación de daños sería mucho más comprensible respecto de personas físicas que sufren (moral, sentimental y también económicamente) por la condena de un padre o un hijo que para proteger un interés económico puesto en acciones. Por otro lado, si realmente se quisiera evitar ese daño, sólo podría hacérselo prescindiendo de la pena a la persona jurídica, con lo cual la norma se convierte en autoabrogatoria. Por último, el cuidado intentado para que no se perjudique a acreedores de la persona jurídica concursada como producto de la pena aplicada a ella presupone que

una empresa concursada puede ser penada, lo cual contraviene principios básicos del Derecho penal.

#### IV — Jurisprudencia

Remitimos a lo expuesto en II — Jurisprudencia, del apartado introductorio a los arts. 303 a 313 (*supra*, p. 545).