



UNIVERSITAT DE
BARCELONA

La manipulación del mercado de valores: justificación de su criminalización

Análisis crítico de la legislación argentina

Marina Daniela Basso

ADVERTIMENT. La consulta d'aquesta tesi queda condicionada a l'acceptació de les següents condicions d'ús: La difusió d'aquesta tesi per mitjà del servei TDX (www.tdx.cat) i a través del Dipòsit Digital de la UB (diposit.ub.edu) ha estat autoritzada pels titulars dels drets de propietat intel·lectual únicament per a usos privats emmarcats en activitats d'investigació i docència. No s'autoritza la seva reproducció amb finalitats de lucre ni la seva difusió i posada a disposició des d'un lloc aliè al servei TDX ni al Dipòsit Digital de la UB. No s'autoritza la presentació del seu contingut en una finestra o marc aliè a TDX o al Dipòsit Digital de la UB (framing). Aquesta reserva de drets afecta tant al resum de presentació de la tesi com als seus continguts. En la utilització o cita de parts de la tesi és obligat indicar el nom de la persona autora.

ADVERTENCIA. La consulta de esta tesis queda condicionada a la aceptación de las siguientes condiciones de uso: La difusión de esta tesis por medio del servicio TDR (www.tdx.cat) y a través del Repositorio Digital de la UB (diposit.ub.edu) ha sido autorizada por los titulares de los derechos de propiedad intelectual únicamente para usos privados enmarcados en actividades de investigación y docencia. No se autoriza su reproducción con finalidades de lucro ni su difusión y puesta a disposición desde un sitio ajeno al servicio TDR o al Repositorio Digital de la UB. No se autoriza la presentación de su contenido en una ventana o marco ajeno a TDR o al Repositorio Digital de la UB (framing). Esta reserva de derechos afecta tanto al resumen de presentación de la tesis como a sus contenidos. En la utilización o cita de partes de la tesis es obligado indicar el nombre de la persona autora.

WARNING. On having consulted this thesis you're accepting the following use conditions: Spreading this thesis by the TDX (www.tdx.cat) service and by the UB Digital Repository (diposit.ub.edu) has been authorized by the titular of the intellectual property rights only for private uses placed in investigation and teaching activities. Reproduction with lucrative aims is not authorized nor its spreading and availability from a site foreign to the TDX service or to the UB Digital Repository. Introducing its content in a window or frame foreign to the TDX service or to the UB Digital Repository is not authorized (framing). Those rights affect to the presentation summary of the thesis as well as to its contents. In the using or citation of parts of the thesis it's obliged to indicate the name of the author.



UNIVERSITAT DE
BARCELONA

Facultat de Dret

Programa de Doctorado en Derecho y Ciencia Política
Línea de investigación: Derecho penal y ciencias penales

LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES: JUSTIFICACIÓN DE SU CRIMINALIZACIÓN

Análisis crítico de la legislación argentina

MARINA DANIELA BASSO

BARCELONA, 2022

Programa de Doctorado en Derecho y Ciencia Política
Línea de investigación: Derecho penal y ciencias penales

LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES:
JUSTIFICACIÓN DE SU CRIMINALIZACIÓN

Análisis crítico de la legislación argentina

Directora: Mirentxu Corcoy Bidasolo

Tutor: Juan Carlos Hortal

Marina Daniela Basso

Barcelona, 2022

A Juan, porque juntos somos invencibles.

A Helena y Cala, porque fue gracias a ellas.

A mi mamá y mi papá, por su apoyo incondicional.

A mis abuelas y mi abuelo, por ser la c.s.q.n. más linda.

RESUMEN

Frente a un contexto de inaplicación del tipo penal de manipulación de mercado incorporado al Código Penal de la Nación Argentina (CP) por la Ley 26.733 de 2011, la tesis tiene por objetivo indagar acerca de la justificación de la criminalización de esta clase de conductas y analizar críticamente la legislación dictada con ese fin en aquel país. Para lo primero, se adopta una perspectiva dual, mediante la cual se pretende visibilizar la existencia de buenas razones para la persecución penal de este fenómeno y obtener derivaciones útiles en el plano *de lege ferenda*. Se comienza con un estudio acerca de la lesividad de los comportamientos manipulativos, a cuyo efecto se discuten las principales posiciones doctrinarias basadas en el concepto de bien jurídico y se propone una reformulación del interés a tutelar, con fundamento en la Hipótesis de Eficiencia de los Mercados. El análisis se completa con el punto de vista de la ilicitud material considerada como un criterio limitativo adicional de la potestad punitiva estatal, que permite trazar distinciones valorativas entre las distintas tipologías de manipulación sobre la base de lo que se considera correcto o incorrecto en la sociedad actual y, en consecuencia, crear normas penales dotadas de mayor consenso social. Con respecto al segundo propósito del trabajo, se realiza una extensa exégesis de los tipos penales contenidos en el art. 309 CP y de los supuestos infraccionales previstos en la legislación administrativa, en función de lo cual se determina su concreto ámbito de cobertura frente al universo de prácticas identificadas en la casuística. A fin de lograr una interpretación de ambas regulaciones ajustada a la realidad, se tiene en cuenta la concreta configuración de los mercados de capitales en la actualidad. A partir de ello, se emite un juicio acerca de los alcances de la normativa con la que se sanciona la manipulación de mercado en Argentina y se elabora una propuesta de reforma.

Given the poor enforcement of the market manipulation offense set forth in Law 26.733 of 2011, which amended the Argentine Criminal Code (CC), this thesis has two objectives: first, to study the justification of the criminalization of such conduct, and second, to analyze the legislation enacted in Argentina to achieve this end. I approach the first objective from a dual perspective to show that there are good reasons for criminalizing behaviors of this type and to provide useful de lege ferenda criteria. I begin by enquiring into the harmfulness of market manipulation practices through a discussion of the main doctrinal opinions, based on the theory of legal goods (Rechtsgutstheorie). This leads me to propose a new definition of the interest to be provided with legal protection, which I derive from the Market Efficiency Hypothesis. I conclude this section by addressing the question of moral wrongfulness, which is intended to provide an additional limitation on criminal legislation that offers conceptual tools for distinguishing between what is regarded as right or wrong by the community, which therefore enables the creation of legislation that is more widely accepted. I achieve the second objective by conducting an in-depth study of the conduct described under article 309 CC and the infractions set forth in the administrative legislation. My aim in so doing is to define how far behaviors that are typically characterized as manipulative are covered by Argentine law. I then provide a reality-

adjusted interpretation by considering the actual structure and functioning of capital markets. Based on these findings, I put forward an opinion on the scope of these provisions and propose a legal amendment.

Davant d'un context d'inaplicació del tipus penal de manipulació de mercat incorporat al Codi Penal de la Nació Argentina (CP) per la Llei 26.733 de 2011, la tesi té per objectiu indagar sobre la justificació de la criminalització d'aquesta mena de conductes i analitzar críticament la legislació dictada amb aquesta finalitat en aquell país. Per al primer objectiu s'adopta una perspectiva dual, mitjançant la qual es pretén visibilitzar l'existència de bones raons per a la persecució penal d'aquest fenomen i obtenir derivacions útils en el pla de lege ferenda. Es comença amb un estudi sobre la lesivitat dels comportaments manipulatius, a l'efecte dels quals es discuteixen les principals posicions doctrinàries basades en el concepte de bé jurídic, i es proposa una reformulació de l'interès a tutelar, fonamentant-ho en la hipòtesi d'eficiència dels mercats. L'anàlisi es completa amb el punt de vista de la il·licitud material considerada com un criteri limitatiu addicional de la potestat punitiva estatal, que permet traçar distincions valoratives entre les diferents tipologies de manipulació sobre la base del que es considera correcte o incorrecte a la societat actual i, en conseqüència, crear normes penals dotades de més consens social. Pel que fa al segon propòsit del treball, es duu a terme una extensa exegesi dels tipus penals continguts a l'art. 309 CP i dels supòsits infraccionals previstos a la legislació administrativa, en funció de la qual se'n determina l'àmbit concret de cobertura davant de l'univers de pràctiques identificades en la casuística. Per aconseguir una interpretació d'ambdues regulacions ajustada a la realitat, es té en compte la configuració concreta dels mercats de capitals a l'actualitat. A partir d'això, s'emet un judici sobre l'abast de la normativa amb què se sanciona la manipulació de mercat a l'Argentina i s'elabora una proposta de reforma.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN

1. OBJETIVOS.....	15
2. METODOLOGÍA.....	19

PRIMERA PARTE JUSTIFICACIÓN DE LA CRIMINALIZACIÓN DE LA MANIPULACIÓN DE MERCADO

CAPÍTULO I. LA MANIPULACIÓN DE MERCADO

1. CONTEXTUALIZACIÓN.....	25
2. ¿QUÉ ES “MANIPULAR” EL MERCADO”?.....	29
2.1. El problema de adoptar una definición general en el contexto de este trabajo.....	29
2.2. Principales tipologías de manipulación de mercado, su significado y clasificación.....	31

CAPÍTULO II. EL BIEN JURÍDICO TUTELADO POR LOS DELITOS DE MANIPULACIÓN DE MERCADO

1. INTRODUCCIÓN.....	39
2. TESIS ACERCA DEL BIEN JURÍDICO TUTELADO POR LOS DELITOS DE MANIPULACIÓN DE MERCADO.....	42
2.1. Tesis mayoritaria: el correcto funcionamiento del mercado de valores y sus distintas variantes.....	44
2.1.1. La libre competencia para la formación de precios.....	44
2.1.2. La política estatal de fijación de precios.....	49
2.2. Tesis de la integridad del mercado de valores como condición para la confianza del público inversor.....	52
2.3. Una visión depurada: la tesis de los patrones de interacción de los agentes económicos.....	55
3. CONCLUSIÓN.....	57

CAPITULO III. EL INTERÉS LESIONADO POR LA MANIPULACIÓN DE MERCADO

1. PUNTO DE PARTIDA: EL PRECIO COMO VEHÍCULO DE INFORMACIÓN.....	61
2. LA MANIPULACIÓN COMO LESIÓN A LA FUNCIÓN INFORMATIVA	63

DEL PRECIO.....	
2.1. La función informativa del precio como interés merecedor de protección jurídico-penal.....	63
2.2. Prueba de rendimiento: la función informativa del precio vs. otros intereses identificados en las tesis del bien jurídico.....	65
2.3. Primera aproximación a la lesividad abstracta del fenómeno manipulativo: la hipótesis de eficiencia de los mercados.....	66
2.4. Tipologías comisivas y grado de lesividad.....	69
2.4.1. Necesaria referencia a los “mecanismos de eficiencia del mercado”.....	69
2.4.2. Los “mecanismos de eficiencia del mercado” aplicados a las tipologías de manipulación.....	74
2.4.3. Excuso: las finanzas conductuales.....	76
2.5. ¿Lesión efectiva o puesta en peligro de la función informativa del precio?..	85
3. CONCLUSIÓN.....	88

CAPITULO IV. LA ILICITUD MATERIAL (*WRONGFULNESS*) DE LA MANIPULACIÓN DE MERCADO

1. INTRODUCCIÓN.....	91
2. ¿EN QUÉ CONSISTE LA ILICITUD MATERIAL DE LA MANIPULACIÓN DE MERCADO?.....	100
2.1. La mentira y otras formas de engaño como ilicitudes materiales.....	100
2.2. Primera aproximación: la mentira y otras formas de engaño como ilicitudes materiales relevantes para la manipulación de mercado.....	109
2.2.1. Manipulación informativa: declaraciones, anuncios, tumores, pronósticos, estimaciones, opiniones y puesta en escena de actos externos al mercado.....	109
2.2.2. Manipulación operativa impropia: transacciones simuladas.....	116
2.2.3. Manipulación mixta informativa-operativa.....	124
2.2.4. Conclusión preliminar: ¿el engaño agota la ilicitud material de la manipulación de mercado?.....	128
2.3. Fundamentos complementarios de la ilicitud material de la manipulación de mercado.....	129
2.3.1. La obtención de un provecho en la manipulación de mercado como “apropiarse de lo ajeno”.....	129
2.3.2. La obtención de un provecho en la manipulación de mercado como “explotar a otro”.....	131
2.4. La manipulación operativa propia como “hacer trampa”.....	135
2.5. ¿Se puede “manipular” el mercado por omisión?.....	138
3. CONCLUSIÓN.....	140
CONSIDERACIONES FINALES <i>DE LEGE FERENDA</i>	143

SEGUNDA PARTE
LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN LA LEGISLACIÓN
ARGENTINA

CAPÍTULO V. LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN EL CÓDIGO PENAL ARGENTINO

1. EL TIPO PENAL DE MANIPULACIÓN DE MERCADO.....	147
1.1. Antecedentes normativos y fuentes: desde el agiotaje mercantil hasta la manipulación de valores negociables.....	147
1.2. Tipo objetivo: conductas manipulativas alcanzadas por el art. 309.1a) CP.....	156
1.2.1. Transacciones u operaciones.....	159
1.2.2. Noticias falsas.....	161
1.2.3. Negociaciones fingidas.....	170
1.2.4. Reunión o coalición.....	181
1.2.5. Suba, baja o mantenimiento del precio.....	186
1.2.5.1. Nexo ontológico entre acción y resultado.....	188
1.2.5.2. Nexo normativo entre acción y resultado.....	194
1.3. Tipo subjetivo.....	201
1.4. A modo de conclusión: “M. y F.” un caso paradigmático acerca de los problemas que entraña la aplicación del art. 309.1a) CP.....	206
2. EL TIPO PENAL DE OFRECIMIENTO ENGAÑOSO DE VALORES NEGOCIABLES.....	213
2.1. Breve referencia a sus fuentes y antecedentes normativos.....	213
2.2. Tipo objetivo.....	214
2.2.1. Alcance del verbo típico “ofrecer”.....	215
2.2.2. Modalidades comisivas: la mentira y el engaño (comisivo y omisivo).....	220
2.2.3. Autoría y participación: ¿delito de dominio o de infracción de deber?.....	226
2.2.4. Modalidad de ataque al bien jurídico.....	233
2.3. Tipo subjetivo.....	235
2.4. Conclusión: ámbito de cobertura.....	236
2.5. “Medanito”: una jurisprudencia que avala la interpretación del art. 301.1b) CP como un supuesto de omisión de la comunicación de hechos relevantes para la negociación secundaria.....	237
3. EL ART. 309.2 CP: ¿AGRAVANTE O DELITO AUTÓNOMO?.....	242
4. BREVE REFERENCIA A LA RESPONSABILIDAD DE LAS PERSONAS JURÍDICAS.....	247

CAPÍTULO VI. LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN EL DERECHO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

1. LAS CONDUCTAS CONTRARIAS A LA TRANSPARENCIA.....	255
1.1. Disposiciones legales relevantes.....	255
1.2. Manipulación por injerencia indirecta: difusión de noticias falsas y	

prácticas engañosas que puedan inducir a error.....	258
1.2.1. Manipulación informativa.....	258
1.2.2. Manipulación operativa.....	265
1.2.3. Manipulación mixta informativa-operativa.....	265
1.3. Manipulación por injerencia directa: prácticas que pretendan o permitan la manipulación de precios de los valores negociables.....	266
1.4. Relación entre el derecho administrativo sancionador y el derecho penal frente a hechos de manipulación de mercado.....	267
2. Algunos datos con relación al <i>enforcement</i> administrativo.....	269

CAPÍTULO VII. PROPUESTA DE LEGE FERENDA

1. TOMA DE POSICIÓN ACERCA DE LA REGULACIÓN DE LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN LA LEGISLACIÓN PENAL ARGENTINA.....	273
2. UNA POSIBLE FORMULACIÓN DEL DELITO DE MANIPULACIÓN DE MERCADO.....	275
2.1. Manipulación por injerencia indirecta en el precio.....	275
2.1.1. Manipulación informativa.....	275
2.1.2. Manipulación operativa impropia.....	276
2.1.3. Manipulación omisiva.....	277
2.2. Manipulación por injerencia directa.....	277
2.3. Propuesta de redacción.....	278
2.4. Reflexión final.....	279

CONCLUSIONES FINALES

1. DE LA PRIMERA PARTE.....	281
1.1. Sobre la lesividad de la manipulación de mercado.....	281
1.2. Sobre la ilicitud material de la manipulación de mercado.....	286
1.3. Sobre la justificación del castigo de la manipulación de mercado y sus eventuales alcances.....	289
2. DE LA SEGUNDA PARTE.....	291
2.1. Sobre el tipo penal de manipulación de mercado del art. 309.1a) CP.....	291
2.2. Sobre el tipo penal de ofrecimiento engañoso de valores negociables del art. 309.1b) CP.....	296
2.3. Sobre el supuesto agravado del art. 309.2 CP.....	297
2.4. Sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas por los delitos previstos en el art. 309 CP.....	298
2.5. Sobre las infracciones administrativas de manipulación de mercado.....	299
2.6. Sobre la necesidad de reforma.....	300

BIBLIOGRAFÍA

1. LIBROS, CAPÍTULOS DE LIBROS Y ARTÍCULOS.....	303
2. INFORMES, GUÍAS Y PROTOCOLOS DE ORGANISMOS ESPECIALIZADOS.....	311
3. JURISPRUDENCIA.....	312
4. RESOLUCIONES SUMARIALES DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	314
5. PÁGINAS WEB.....	314

ABREVIATURAS

AA.VV.	autores varios
art.	artículo
BCBA	Bolsa de Comercio de Buenos Aires
B.O.	Boletín Oficial de la República Argentina
BYMA	Bolsas y Mercados S.A.
cap.	capítulo
CESR	Committee of European Securities Regulators
CCCN	Código Civil y Comercial de la Nación Argentina
<i>cfr.</i>	<i>confer</i> , ‘compárese’
CNAPE	Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico (Argentina)
CNV	Comisión Nacional de Valores (Argentina)
coord./coords.	coordinador/coordinadores
CP	Código Penal de la Nación Argentina
CPE	Código Penal Español
CPPF	Código Procesal Penal Federal de la Nación Argentina
CPPN	Código Procesal Penal de la Nación Argentina
CSJN	Corte Suprema de Justicia de la Nación Argentina
<i>c.s.q.n.</i>	<i>conditio sine qua non</i>
dir./dirs.	director/directores
Dr./Dres.	doctor/doctores
Ed.	editorial
ed.	edición
edit./edits.	editor/editores
EMH	Hipótesis de Eficiencia de los Mercados
Fallos	Colección de Fallos de la CSJN
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional
inc.	inciso
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LGS	Ley General de Sociedades (19.550, texto ordenado por decreto 841/84 y posteriores reformas)
LL	La Ley
LMC	Ley de Mercado de Capitales (26.831)
LO	Ley Orgánica
MAE	Mercado Abierto Electrónico S.A.
MAV	Mercado Argentino de Valores S.A.
MERVAL	Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.
n°	número
Normas CNV	Normas de la Comisión Nacional de Valores (2013)
ON	obligaciones negociables
PGN	Procuración General de la Nación (Argentina)
PROCELAC	Procuraduría de Criminalidad Económica y Lavado de Activos (Argentina)
RAE	Real Academia Española
ROFEX	Mercado a Término de Rosario S.A.
SCOTUS	Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos
SEC	Securities and Exchange Commission

sec.	sección
SINAC	Sistema Integrado de Negociación Asistido por Computadora
SNC	Sesión Continua de Negociación
t.	tomo
tít.	título
TUF	Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria
UE	Unión Europea
U.S.	United States Reports
U.S.C.	United States Code
<i>vid.</i>	<i>vide</i> , 'véase'
vol.	volumen

INTRODUCCIÓN

1. OBJETIVOS

A fines de 2011, el legislador argentino sancionó la Ley 26.733¹, a través de la cual incorporó al Código Penal distintas figuras especialmente dirigidas a penalizar ciertas conductas que tienen lugar en el contexto del mercado de capitales. De acuerdo con lo expresado en el mensaje de elevación al Congreso del proyecto que dio lugar a esa reforma, presentado por el Poder Ejecutivo en cumplimiento de recomendaciones del GAFI, la iniciativa apuntó a fortalecer el rol del Estado en la economía para proteger su estabilidad, en el contexto de la crisis internacional iniciada en el año 2008. De ese modo, por primera vez, fueron relevantes para el derecho penal argentino comportamientos como el uso o suministro de información privilegiada y la captación no autorizada de ahorro para la adquisición de valores negociables. Asimismo, otros tipos penales ya existentes, como el de agiotaje y el de balance falso, fueron adaptados para su aplicación específica al mercado financiero.

A pesar de estas iniciativas legislativas, hasta el día de hoy, las conductas de abuso de mercado casi no han sido perseguidas penalmente. Esta afirmación puede parecer extrema, pero refleja en buena medida lo que ocurre en la realidad. En efecto, los casos que llegan al sistema penal son cuantitativamente muy escasos y, salvo raras excepciones, constituyen manifestaciones menores de este fenómeno delictivo. Se trata de una situación que conozco de primera mano, por haber actuado durante tres años (2015–2018) como coordinadora del Área Operativa de Fraude Financiero y Mercado de Capitales de PROCELAC, el organismo del Ministerio Público Fiscal de la Nación Argentina específicamente dedicado a la investigación y litigación, a nivel federal, de casos de criminalidad económica. Al margen de esto, la información disponible², si bien es escasa, alcanza para ilustrar suficientemente lo que acabo de afirmar: hasta 2014, el Poder Judicial de la Nación tan solo registraba un caso por esas figuras penales. A partir

¹ B.O. 28/12/2011.

² *Vid.* informes de gestión del Área Operativa de Fraude Financiero y Mercado de Capitales de la PROCELAC, disponibles para consulta *online* en la sección específica de ese organismo (<https://www.mpf.gob.ar/procelac-mercado-de-capitales/informe-anual/>, enlace consultado el 24/6/2022) y en la sección de transparencia activa (<https://www.mpf.gob.ar/transparencia-activa/informes/>, enlace consultado el 24/6/2022) de la *web* oficial del Ministerio Público Fiscal de la Nación Argentina.

de ese año, el número de denuncias empezó a tomar consistencia, a razón de entre diez y quince casos por año (denunciados desde la PROCELAC). De ese total de procesos, muy pocos han tenido algún avance relevante y ninguno ha terminado con condena.

De acuerdo con lo que he podido advertir a partir de mi experiencia, son varios los factores que determinan este estado de cosas. En primer lugar, ocurre que esta clase de ilícitos, prácticamente, no se denuncian. En particular, la CNV que, por sus funciones, debería encontrarse en las mejores condiciones para detectar conductas irregulares en el mercado de capitales y que, de hecho, tiene la obligación legal de hacerlo, muy rara vez ha anoticiado a la justicia acerca de su posible comisión³. A primera vista, esto podría encontrar explicación en razones como la carencia de recursos tecnológicos para el monitoreo de las operaciones⁴ o la falta de personal que posea el alto grado de especialización requerido para su análisis, que suele ser un lugar común en el discurso acerca de los males que aquejan al sector público en Argentina en general. Sin embargo, nada de esto forma parte de las explicaciones que he recibido al consultar informalmente a los integrantes de su *staff*. Antes bien, lo que éstos me han planteado es que ese escaso número de denuncias obedece a la necesidad de hacer un uso prudente de la herramienta penal, debido al impacto negativo que una intensa actividad de persecución podría tener en el crecimiento del mercado de capitales nacional, al generar un excesivo escrúpulo entre sus participantes. En función de ello, me han explicado que la CNV sólo recurre a la formulación de denuncias en aquellos casos en los que el organismo tiene *certeza* acerca de que una determinada acción llevada a cabo en ese contexto es constitutiva de un delito.

Por otra parte, los pocos casos (denunciados por la CNV, por algún que otro particular afectado en su patrimonio individual o bien por organismos públicos como la PROCELAC) que llegan a conocimiento del Ministerio Público Fiscal y del Poder Judicial se encuentran con fiscales, jueces y funcionarios auxiliares que adoptan una posición reticente a darles curso. Al respecto, además de dejar entrever con su actuación ciertas dificultades de comprensión de las maniobras en virtud del tecnicismo que éstas

³ En una curiosa iniciativa, la CNV, desde el año 2016 en adelante, publica a través de su portal (<https://www.argentina.gob.ar/cnv/resoluciones-disciplinarias>, enlace consultado el 6/6/2022) las denuncias penales que formula, con detalle de los hechos y las personas denunciadas. Tal como puede verificarse a través de su consulta, hasta el momento el organismo ha presentado sólo seis denuncias.

⁴ Recientemente, el organismo anunció que implementaría un nuevo sistema para llevar a cabo esta tarea según estándares internacionales (<https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-cnv-implementara-un-nuevo-sistema-de-monitoreo-inteligente>, enlace consultado el 6/6/2022).

involucran, suelen tomar prematuramente la decisión de no avanzar, al entender que las conductas denunciadas son atípicas⁵. En las conversaciones con los colegas que participaron de éstos y de otros casos resueltos de forma análoga, lo que ellos me han expresado es la imposibilidad de actuar en otro sentido, a raíz de errores de técnica legislativa que presentarían las figuras incluidas al CP.

Ahora bien, con relación a las motivaciones que justificarían el escasísimo número de denuncias, no existe ningún dato empírico que confirme que el desarrollo del mercado de capitales argentino se vería afectado si se persiguieran los delitos que allí se cometen. Pero, aun si se asumiera que dicho resultado efectivamente se produciría, es evidente que sería a raíz de la salida de inversores que se comportan de modo ilícito (o que creen hacerlo) y, en consecuencia, temen ser sancionados penalmente. En cuanto a los operadores judiciales, cuesta creer que una legislación moderna, dictada teniendo en miras un campo muy específico de la actividad humana, sea tan absolutamente inadecuada que resulte inaplicable al intentar subsumir en ella comportamientos cometidos precisamente en ese ámbito. Sin ir más lejos, es un hecho que los jueces todo el tiempo toman decisiones acerca de problemas actuales con base en legislaciones completamente inapropiadas para su abordaje, por haber sido sancionadas cuando ese tipo de situaciones eran impensables.

Al margen de que las argumentaciones de los responsables del *enforcement* sean o no atendibles, a mi entender, revelan que, al menos entre ellos, existe un escaso convencimiento acerca de que las conductas que los tipos penales dedicados al mercado financiero prohíben deban efectivamente ser perseguidas por el sistema penal. En el caso de los funcionarios de la CNV, esta situación se observa en la consideración que ellos tienen acerca de la afectación que los hechos de abuso de mercado producen. En otras palabras, si, de acuerdo con lo que sostienen, el daño que merece ser prevenido,

⁵ Algunos ejemplos servirán para ilustrar la clase de razonamientos mediante los cuales arriban a dicha conclusión: en un caso en el que se le atribuía a un periodista haber informado falsamente acerca de una operación societaria y haber negociado en función de dicha noticia, el Ministerio Público Fiscal impulsó el cierre de la investigación al verificar que, meses más tarde, su contenido resultó verdadero, porque la operación finalmente se llevó a cabo. Frente a ello, la acusación siquiera se preguntó si el acusado había actuado con conocimiento de información privilegiada (al respecto, *vid.* nota 374). Algo similar ocurrió en una investigación por captación de ahorro público no autorizada, en la que el juzgado interviniente supeditó la citación a prestar declaración indagatoria de sus responsables al resultado de una investigación administrativa en curso ante la CNV, por entender que éste “podría resultar vinculante para esclarecer los hechos”. De ese modo, el magistrado decidió no llevar a cabo un acto procesal que sólo requiere un nivel de sospecha (y que es un requisito sin el cual no es posible que la investigación avance a otra instancia procesal), por entender que era necesario atender a una decisión ajena, que diera certeza acerca de si las conductas denunciadas podían ser consideradas delictivas.

aun a costo de incumplir un deber legal, es la salida de los inversores por miedo a ser objeto de sanciones penales, es porque ese daño se percibe como más grave o, por lo menos, más factible (mejor dicho, más concreto) que el que en sí ya están produciendo las conductas delictivas que tienen lugar en el mercado de capitales y no se denuncian, junto al que genera el hecho mismo de que no se las denuncie. Por otra parte, en el plano judicial, si los funcionarios y magistrados, frente a un hecho concreto, siempre dudan con respecto a que verdaderamente esté alcanzado por los tipos penales es porque, ya en el plano extralegal, aquellos tienen una percepción ambigua acerca de cuáles son los comportamientos que, por su desvalor, merecen un reproche y cuáles no.

En suma, tanto la actuación del organismo regulador del mercado de capitales, como la de los distintos órganos del servicio de justicia, denotan ciertos reparos acerca de la criminalización de este tipo de conductas esté justificada, ya sea en virtud de su carencia de lesividad o por ambigüedad acerca de la significación que corresponde asignarles. Esto no es algo que deba causar estupor y es hasta posible que refleje la visión de otros sectores de la sociedad: después de todo, la Ley 26.733 fue sancionada en un abrir y cerrar de ojos, no para atender a una demanda social sino, como dije, para satisfacer una exigencia proveniente de un organismo internacional⁶, bajo cuyo escrutinio se encontraba por entonces el país.

En este contexto, nace la idea de la presente investigación doctoral, cuyo propósito motivador fue realizar un análisis de la figura más paradigmática del abuso de mercado y así aportar a la comunidad jurídica de mi país puntos de partida para una discusión seria acerca de la situación que acabo de describir, sus causas y sus posibles soluciones. El objetivo de este trabajo, por tanto, consiste en estudiar si la criminalización de la manipulación de mercado es legítima, para luego extraer conclusiones acerca de los alcances con los que ésta fue concretamente tipificada en Argentina.

⁶ Es fundamental señalar que el debate parlamentario acerca de la tipificación de los delitos cometidos en el ámbito bursátil tuvo lugar en el contexto de sesiones parlamentarias extraordinarias en las que se trató la introducción al CP de una muy discutida agravante genérica de las penas cuando los delitos fueran cometidos “con la finalidad de aterrorizar a la población u obligar a las autoridades públicas nacionales o gobiernos extranjeros o agentes de una organización internacional a realizar un acto o abstenerse de hacerlo” (art. 41 *quinquies* CP). En ese escenario, los intercambios respecto del tipo penal objeto de este trabajo fueron extremadamente escuetos y tanto las opiniones favorables como las contrarias a su sanción ponen de manifiesto que la rapidez en la adopción de la iniciativa legislativa tenía por objeto principal adecuar el país a los estándares internacionales fijados por aquel organismo.

2. METODOLOGÍA

La exposición está dividida en dos partes. La primera está dedicada a desarrollar las razones por las que considero que la prohibición penal de la manipulación de mercado, en efecto, está suficientemente justificada.

Tras un breve capítulo inicial dedicado a contextualizar y delimitar el objeto de estudio, indagaré acerca de la lesividad de este tipo de prácticas. De acuerdo con el esquema de análisis característico de todo discurso de legitimación de normas penales en el contexto de la tradición europeo-continental, en el segundo capítulo, me concentraré en explicar y criticar las distintas posturas planteadas al respecto con base en el concepto de bien jurídico. La perspectiva que adoptaré para hacerlo es la del *harm principle*⁷ porque, como se verá, las justificaciones de la criminalización de la manipulación de mercado realizadas en función de aquella teoría no brindan una explicación que visibilice los intereses concretos que este tipo de prácticas vulneran, sino que terminan por identificar como objetos de tutela bienes demasiado vagos, inadecuados para cumplir una función crítica⁸. A partir del citado marco conceptual y con el auxilio de desarrollos procedentes de la teoría de las finanzas, en el tercer capítulo, formularé una propuesta acerca de cuál es el interés supraindividual que considero vulnerado por esta clase de conducta y ensayaré una graduación del potencial lesivo que presentan cada una de sus tipologías comisivas.

Una vez agotado aquel análisis, en el cuarto capítulo, me concentraré en determinar si existen otras buenas razones para la persecución penal de la manipulación de mercado. Específicamente, voy a intentar establecer si las prácticas que son objeto de este trabajo, consideradas en sí mismas (esto es, con prescindencia de sus resultados lesivos), merecen un reproche en virtud de que infringen alguna norma no jurídica socialmente aceptada. El enfoque allí propuesto proviene enteramente del discurso

⁷ Sobre las relaciones entre este criterio limitativo de la criminalización y el concepto de bien jurídico, *vid.*, por todos, VON HIRSCH, A., “El concepto de bien jurídico y el ‘principio del daño’”, en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (edits.), *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016, pp. 33-48.

⁸ Justamente, al criticar la tendencia en Alemania a ampliar los potenciales bienes jurídicos y desconectarlos de los intereses individuales, von Hirsch señala que “son susceptibles de reconocimiento como bienes jurídicos incluso entidades puramente fácticas o relaciones funcionales, como por ejemplo la ‘posibilidad de funcionamiento del mercado de capitales’, o ‘la capacidad de rendimiento social del seguro’” (VON HIRSCH, A., *op. cit.* [2016], p. 39).

anglosajón, entre cuyos principales teóricos⁹ hoy en día existe casi unanimidad con respecto a que, en el contexto de un Estado liberal de derecho, la prohibición penal de una clase de conductas es legítima sólo si éstas son *wrongful*¹⁰. Soy consciente de que se trata de un abordaje poco común desde la perspectiva continental europea (sobre todo de base germánica) y que podría hasta ser fuertemente resistido, especialmente si se lo interpretara en clave iusnaturalista o moralista, lo que desde ya adelanto que debe descartarse. Tampoco me escapa que asumir una postura de estas características exige, al menos dentro de nuestra cultura jurídica, una fundamentación en el plano de la filosofía del derecho, que trasciende al objeto de esta investigación y a la que sólo podré referirme brevemente en este espacio. Sin embargo, las peculiares características de la materia objeto de estudio hacen que, al menos en este caso, esta perspectiva de análisis pueda ser considerada provechosa (y hasta quizás ser compartida) por quienes únicamente admitan a la lesividad como fundamento legítimo de la prohibición penal de comportamientos.

En efecto, como todo mercado, el de valores es un ámbito en el cual los agentes compiten entre sí, dirigiendo todos sus esfuerzos a la maximización de beneficios, y por ello, su actuación muy frecuentemente asume la forma de competencia agresiva, susceptible de ocasionar algún tipo de daño. Entonces, si el único criterio a considerar para justificar la prohibición penal de determinadas prácticas de mercado fuera el de la lesividad, una gran parte de éstas debería ser criminalizada, lo que no es aceptable en general y, tanto menos, si se analiza la cuestión desde la perspectiva liberal que subyace tanto a la teoría del bien jurídico, como a la del principio del daño. Frente a esto, la indagación acerca de si dichas prácticas infringen alguna de las normas sociales a partir de las cuales, en una determinada comunidad, juzgamos a las conductas tiene como propósito disponer un filtro adicional, que permita pensar con mayor precisión cuáles son los casos respecto de los cuales el uso de la herramienta penal estaría legitimado. De este modo, las conclusiones a las que arribaré pretenden estar por encima del estándar mínimo de legitimidad que supone el requisito del daño.

Por otra parte, la perspectiva que propongo es particularmente necesaria a los fines explicativos pues, tal como lo he señalado al describir el contexto a partir del cual surgió la idea de realizar esta tesis, en Argentina observo, al menos entre los operadores

⁹ En el cap. IV, cito la bibliografía pertinente.

¹⁰ Una traducción del término *wrongful* al español que resulte adecuada en el presente contexto exige ciertas aclaraciones sobre las cuales me detendré en el cap. IV, apartado 1.

responsables del *enforcement*, cierta hesitación acerca de que esta clase de conductas deban ser penalizadas. Se trata del fenómeno que Stuart Green ha descrito como “ambigüedad moral”¹¹, consistente en que los límites entre los comportamientos que merecen reproche penal y los que no están difuminados e, inclusive, existe una brecha entre lo que el derecho y una parte significativa de la sociedad considera merecedor de reproche. Mi propósito será, por lo tanto, “traducirlos” al lenguaje de las normas de convivencia cotidianas para articular con mayor claridad y, así, visibilizar que no se trata de comportamientos neutrales desde el punto de vista ético-valorativo.

Al concluir la primera parte, integraré los resultados de las dos indagaciones realizadas para extraer criterios de utilidad desde una perspectiva *de lege ferenda*, en particular, con relación al alcance y los requisitos que debería contener un hipotético tipo penal de manipulación de mercado.

La segunda parte consiste en un estudio exegético del delito de manipulación (art. 309 CP) vigente en Argentina, mediante el cual pretendo establecer con precisión cuáles son las tipologías alcanzadas por la prohibición penal y cuáles quedaron fuera, para emitir un juicio con relación al ámbito de cobertura de esta disposición, en función de lo estudiado en la primera parte del trabajo. Asimismo, analizaré las disposiciones del derecho administrativo sancionador, con el objeto de obtener un panorama completo acerca del alcance de la regulación represiva en materia de manipulación de mercado.

Sobre la base de las conclusiones obtenidas, ensayaré una propuesta de reforma del tipo penal y, en el último capítulo, reseñaré las principales conclusiones de la investigación.

¹¹ GREEN, S., *Mentir, hacer trampas y apropiarse de lo ajeno. Una teoría moral de los delitos de cuello blanco* (trad. AGUSTINA, J.; AMORÓS, B.; ORTIZ DE URBINA, I.), Ed. Marcial Pons, Madrid, 2013, pp. 54-57.

PRIMERA PARTE
JUSTIFICACIÓN DE LA CRIMINALIZACIÓN DE
LA MANIPULACIÓN DE MERCADO

CAPÍTULO I

LA MANIPULACIÓN DE MERCADO¹²

Sumario: 1. Contextualización. 2. ¿Qué es “manipular” el mercado? 2.1. El problema de adoptar una definición en el contexto de este trabajo. 2.2. Las principales tipologías de manipulación de mercado, su significado y su clasificación.

1. CONTEXTUALIZACIÓN

Antes de ingresar en el análisis que constituye el objeto de la primera parte de este trabajo, creo imprescindible fijar ciertas definiciones relativas al ámbito en el cual tiene lugar la clase de conductas sobre las cuales éste se centrará¹³. Con ello, pretendo delimitar el campo de estudio y, al hacerlo, facilitar la lectura de las siguientes secciones por parte de cualquier lector perteneciente al mundo del derecho, aun cuando éste carezca de conocimientos mínimos en la materia sobre la cual habré de ocuparme.

Para comenzar, debo recordar que todo sistema económico moderno comprende, fundamentalmente, dos tipos de mercados: por un lado, el *mercado de productos*, en el que se intercambian bienes y servicios y, por el otro, el *mercado de factores*, que tiene por objeto los factores de producción, es decir, el trabajo y el capital. Dentro de este último, se ubica el *mercado financiero*, en el que se negocian específicamente *activos financieros*, que representan un derecho a reclamar un beneficio futuro. A estos se los caracteriza como *intangibles*, en función de que su valor depende de ciertas propiedades que no pertenecen al mundo físico (no son tangibles) y determinan la factibilidad de que la obtención de aquel beneficio se concrete.

Específicamente, los activos financieros otorgan a sus tenedores el derecho a percibir flujos futuros de dinero. En virtud de dicha característica, su principal función, central para todo el análisis que llevaré a cabo a lo largo de este trabajo, consiste en que éstos permiten el traspaso de fondos desde quienes los tienen en exceso hacia quienes

¹² En lo sucesivo, me referiré a ésta como “manipulación bursátil”, “manipulación del precio de valores negociables”, “manipulación del mercado de capitales”, “manipulación de mercado” o, simplemente, “manipulación”.

¹³ En este apartado introductorio, por la claridad expositiva y por su reconocimiento como obra fundamental para el estudio de la temática, seguiré la exposición de FABOZZI, F.; MODIGLIANI, F. y JONES, F., *Foundations of financial markets and institutions*, 4ª ed., Ed. Prentice Hall, 2009.

los necesitan para invertir en activos tangibles, lo que usualmente se conoce como “*canalización del ahorro en inversión*”. Dicho de otro modo, los agentes económicos que no consumen la totalidad de sus ingresos en un período determinado (y, por lo tanto, generan ahorro), a los que se identifica como *unidades superavitarias*, ofrecen en el mercado financiero esos fondos, con el objetivo de obtener una ganancia y así incrementar su capacidad de consumo en el futuro. Por su parte, las *unidades deficitarias*, es decir, aquellas que desean o necesitan gastar en forma superior a su nivel de ingresos, acuden a ese ámbito para obtener financiamiento a partir del ahorro de las unidades superavitarias. Así, por ejemplo, las familias, cuyos integrantes perciban salarios superiores a los gastos que deban cubrir, pueden destinarlos a la constitución de un plazo fijo ante el banco con el que operan, para que éste otorgue créditos a pequeñas y medianas empresas para la compra de maquinaria de trabajo. Otra opción es que, con ese *plus* de dinero, las familias adquieran acciones que una determinada empresa, con el objeto de financiar un proyecto de construcción de nuevas plantas, haya emitido para su cotización pública. De ese modo, las primeras obtendrán un derecho a percibir una parte de las ganancias generadas por la segunda y ésta habrá logrado conseguir los fondos necesarios para ampliar su actividad.

Los ejemplos que acabo de describir corresponden a los dos tipos de mercados que componen todo mercado financiero moderno: respectivamente, el *mercado bancario* y el *mercado de valores*¹⁴. El primero (también denominado *mercado de dinero*) se caracteriza por la centralidad que en él revisten las *entidades financieras* (especialmente, los bancos), que actúan como intermediarias de todas las operaciones. Éstas reciben depósitos de dinero de las unidades superavitarias y escogen a qué unidades deficitarias asignarles esos fondos como préstamos, asumiendo el riesgo de cada una de las operaciones¹⁵. Su ganancia consiste en la diferencia (*spread*) entre la tasa de interés que les pagan a los depositantes y aquella que les cobran a los prestatarios. En cambio, el mercado de valores es aquel en el que se produce una

¹⁴ En lo sucesivo, me referiré a éste como “mercado de valores”, “mercado de capitales” o, simplemente, “mercado”.

¹⁵ En el mercado bancario, la intermediación no se limita a la simple vinculación de las partes de la operación (prestamista – prestatario), sino que la entidad financiera integra cada relación jurídica que se origina, por un lado, mediante la captación de recursos y, por el otro, por la colocación de aquellos. Así, quien asume ese rol, lo hace bajo su responsabilidad, porque capta los recursos en nombre propio, para sí y por su cuenta y riesgo, por lo que el contrato de depósito es autónomo e independiente del ulterior contrato de préstamo de esos recursos.

transmisión *directa*¹⁶ de recursos desde las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias¹⁷. A grandes rasgos, esto comporta al menos las siguientes ventajas con respecto al mercado bancario: 1) mayor retribución para las unidades superavitarias y menor costo del capital para las unidades deficitarias, como producto de la eliminación del margen de utilidad de los bancos, y 2) acceso a mayores volúmenes de financiamiento para las unidades superavitarias, en virtud de que éste proviene del público general y no está sujeto a las limitadas posibilidades de uno o más bancos. Es por esto último que, como generalización, se caracteriza al mercado bancario como aquel mediante el cual se obtiene el capital necesario para cubrir necesidades coyunturales y gastos corrientes u ordinarios, mientras que, en el de capitales se financian proyectos de gran escala, que requieren de crédito a largo plazo.

En el ámbito del mercado de valores, las unidades superavitarias a las que hemos hecho referencia se conocen como *inversoras*. Éstas pueden ser tanto *individuales* (personas físicas y personas jurídicas o entidades, públicas o privadas, que administran sus propias inversiones) como *institucionales* (entidades dedicadas a la administración colectiva de fondos que reciben por parte de terceros). Por su parte, las unidades deficitarias son aquellas a las que se denomina *emisoras*, que pueden pertenecer tanto al sector privado (empresas grandes, medianas o pequeñas) o al sector público (gobiernos nacionales, provinciales o municipales).

Emisores e inversores confluyen en el *mercado primario*, que constituye una suerte de mercado de “primera mano”. Allí los emisores ponen a la venta, por primera vez, *valores negociables*¹⁸, logrando así canalizar el ahorro de los inversores en

¹⁶ Tal como será explicado en las siguientes páginas, el mercado de capitales también comprende la participación de intermediarios, que desempeñan un importante rol que, a diferencia de lo expresado en el caso de la intermediación en el mercado bancario, “consiste en una actividad de acercamiento o intervención para facilitar la realización de una transacción. Así, normalmente, el intermediario actúa facilitando el acuerdo de dos partes que asumen los riesgos legales y económicos de la transacción, sin que el valor negociable tenga que ser incorporado necesariamente al patrimonio del intermediario, para su reventa o negociación posterior” (PAOLANTONIO, M., *Derecho Penal y Mercado Financiero*, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires, 2012, pp. 239-240).

¹⁷ El mercado de valores “procura la canalización directa de recursos financieros hacia los sectores o sociedades que los requieren, mediante los mecanismos de emisión, colocación y negociación de valores” (MONROY ANTÓN, A., *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Ed. Djusa, Madrid, 2006, p. 27).

¹⁸ Cabe aclarar que existen designaciones alternativas a esta expresión como, por ejemplo, la de “títulos valores” o la de “instrumentos financieros”. En este trabajo, prefiero “valores negociables”, dado que es la que mejor transmite las características de los activos que se negocian en el mercado de capitales. En efecto, la primera solía usarse cuando todavía existía un soporte material (*i.e.*, el “título”) que representaba este tipo de activos y la segunda no refiere específicamente al ámbito del mercado de

financiamiento de proyectos públicos y privados (producción de bienes y servicios, realización de obras de infraestructura, generación de empleo, etc.). El mercado primario es, por tanto, el ámbito del mercado de capitales en el que específicamente se cumple la función de canalización del ahorro en inversión, a la que hice referencia párrafos más arriba.

Ahora bien, pueden distinguirse, en lo sustancial, dos tipos de valores negociables: de *renta fija* y de *renta variable*. Corresponden al primer supuesto los valores que representan una deuda del emisor para con los inversores: se dice que su renta es fija, puesto que se puede conocer desde el momento de la compra cuál es el flujo de fondos programado para ellos. Típicamente, corresponden a esta categoría los *títulos públicos* (instrumentos de deuda emitidos por los gobiernos nacionales, provinciales y municipales) y las *obligaciones negociables* (instrumentos de deuda emitidos por las empresas privadas). En cambio, los llamados valores de renta variable obligan a su emisor a pagar una rentabilidad que depende de las ganancias de su actividad, por lo que sus flujos de fondos no son conocidos por el inversor al momento de la compra. Las *acciones* (instrumentos que representan una participación en el capital de una sociedad) son el valor de renta variable por antonomasia.

Una vez que los valores se encuentran en manos de los inversores, el mero paso del tiempo les permitirá percibir una utilidad más o menos cierta o incierta, en función de que se trate de una u otra clase de valores. Pero, por distintas razones, también puede ocurrir que los inversores deseen desprenderse de los valores (por ejemplo, frente a la necesidad de contar con fondos líquidos para afrontar una contingencia cuya resolución no puede esperar) y allí es donde interviene el *mercado secundario*, en el que éstos realizan, entre sí, distintas transacciones con valores negociables (compras, ventas, cauciones¹⁹, pases²⁰, entre otras). El mercado secundario, por tanto, cumple dos

capitales, puesto que, en virtud del adjetivo “financiero”, es utilizada para designar también a activos que son objeto de las operaciones del mercado bancario (por ejemplo, los cheques).

¹⁹ Las cauciones son operaciones de crédito mediante las cuales una persona (“tomador”) deposita “en caución” o “en custodia”, en un mercado, valores negociables de su titularidad y, a cambio, obtiene un préstamo en dinero. Del mismo modo, quien tiene fondos disponibles (“dador”) y desea obtener una rentabilidad a partir de éstos, entrega el dinero al mercado, a cambio de una tasa de retorno (para una detallada caracterización de esta clase de operación bursátil y su regulación local, *vid.* LUCIANI, F., *Bolsas y mercados de valores y cereales*, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2013, pp. 423-429).

²⁰ Los pases son operaciones mediante las cuales se obtiene financiación como en las cauciones, pero se distinguen de estas últimas porque se compra (o se vende) un determinado valor negociable y, simultáneamente, se lo vende (o se lo compra) en un plazo posterior. La diferencia sustancial radica,

funciones centrales: por un lado, permite que los inversores movilicen su capital (o, lo que es igual, le otorga *liquidez* a los valores negociables) y, eventualmente, posibilita que éstos perciban una ganancia, en el caso de que el precio al que compraron los valores sea inferior al de venta. Así, al compensar la renuncia al poder adquisitivo que significa la inversión de valores negociables (y al generar otra fuente de posibles ganancias), el mercado secundario determina el atractivo de todo el mercado de valores y, por consiguiente, el cumplimiento de su función central (esto es, la canalización del ahorro en inversión).

Dado que, tal como podrá intuirse, el funcionamiento de los mercados primarios obedece a mecanismos distintos que el de los mercados secundarios, también las dinámicas que intervienen en su manipulación difieren entre sí. Por lo tanto, es necesario aclarar que el presente trabajo se concentrará exclusivamente en las conductas vinculadas con el segundo de ellos.

2. ¿QUÉ ES “MANIPULAR” EL MERCADO?

2.1. El problema de adoptar una definición en el contexto de este trabajo

No resulta sencillo dar una definición general de “manipulación de mercado”. De hecho, se sostiene que no existe una que sea satisfactoria porque, sobre el punto, reina cierta confusión conceptual²¹. El problema radica en que, cuando se lo usa en relación con los valores negociables, el sustantivo “manipulación” (y, del mismo modo, el verbo “manipular” y el adjetivo “manipulativo”) adquiere un sentido técnico²², ampliamente utilizado, con el que se hace referencia a comportamientos de tan distinta índole que los esfuerzos por abarcarlos bajo una única conceptualización terminan por dar lugar a enunciaciones demasiado generales, en virtud de las cuales casi cualquier

entonces, en que en los países la propiedad de los valores se transfiere, mientras que en las cauciones no (para una detallada comparación de ambas operaciones, *vid.* LUCIANI, F., *op. cit.*, pp. 430-433).

²¹ Así, FISCHER, D.; ROSS, D.; “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”, *Harvard Law Review*, vol. 105, 1991, p. 506.

²² “Use of the word ‘manipulative’ is especially significant. It is and was virtually a *term of art* when used in connection with securities markets” (*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 [1976]; *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 430 U.S. 462 [1977]).

conducta del mercado podría ser considerada manipulativa, o tan intrincadas, que carecen de poder explicativo.

En la literatura especializada en materia penal, tampoco se intenta delimitar un concepto extralegal acerca de cuál es la manipulación de mercado que *prima facie* podría ser de interés para esa rama del derecho. Cuando los autores utilizan esa expresión u otras similares²³, lo hacen para referirse globalmente a las acciones que ya están tipificadas en el derecho positivo vigente que constituye el objeto de su estudio.

Por su parte, las legislaciones, salvo algunas excepciones²⁴, no hablan de “manipulación de mercado”, sino que se limitan a enumerar comportamientos, cuya relevancia penal está dada porque: 1) impactan en el precio de los valores negociables que cotizan en el mercado (“effects based approach”); 2) sus autores actúan con el propósito de generar ese efecto (“intent based approach”) o 3) se caracterizan por la presencia de 1) y 2)²⁵. Así, por ejemplo, el CPE nuclea bajo su art. 284 (texto según LO 1/2019, de 20 de febrero): 1) la *alteración* de precios “que hubieran de resultar de la libre concurrencia” mediante el “empleo de violencia, amenaza, engaño o cualquiera otro artificio” (art. 284.1); 2) la difusión de “noticias o rumores” y la transmisión de “señales falsas o engañosas sobre personas o empresas, ofreciendo a sabiendas datos económicos total o parcialmente falsos *con el fin* de alterar o preservar el precio de cotización” (art. 284.2) y 3) la realización de “transacciones”, la transmisión de “señales falsas o engañosas” y el dictado de “órdenes de operación *susceptibles de proporcionar indicios* falsos o engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio”. Por su parte, el art. 309.1a) CP, hace referencia al uso de “noticias falsas”, “negociaciones fingidas” y de la

²³ En las publicaciones más recientes sobre la temática, los autores utilizan las expresiones “manipulación de mercado (financiero o de valores)” (así, FEJOO SÁNCHEZ, B., “Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del art. 284 CP tras la LO 1/2019: retos dogmáticos frente a un desatino legislativo”, *La Ley penal*, n° 138, 2019; GÓMEZ-JARA DIEZ, C., *El delito de manipulación de mercado (arts. 284.2 y 284.3. CP)*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2017; ESTRADA I CUADRAS, A., “Presente y futuro del delito de alteración de precios (art. 284 CP)”, *InDret*, n° 1, 2014; PAOLANTONIO, M., *op. cit.*), “manipulación del precio de cotización” (así, también, FEJOO SÁNCHEZ, B., *op. cit.*) y “manipulación de valores negociables” (GUZMÁN, N., *Delitos en el mercado financiero*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2014).

²⁴ Así, la Directiva 2014/57/UE (y su antecesora 2003/6/CE). También, el “Securities Act of 1933” (15 U.S.C. §§ 77a-77mm [1934]) y el “Securities Exchange Act of 1934” (secciones 9 y 10).

²⁵ Tomo esta caracterización de AVGOULEAS, E., *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Ed. Oxford University Press, 2005, pp. 107-108. El autor señala que todas las legislaciones adoptan uno de esos tres enfoques, a los que les suma un cuarto, que consiste en el ejercicio de poder de mercado (*market power*) para influir directamente sobre el precio. Si bien, como se verá en el apartado siguiente, este tipo de prácticas constituye una subclase distinguible a los fines analíticos, entiendo que puede ser englobada bajo el *effects based approach* ya que, en definitiva, su resultado (en este caso, directo) es un impacto en el precio, al igual que en los otros supuestos de manipulación operativa.

“reunión o coalición entre los principales tenedores de la especie” como medios para realizar “transacciones u operaciones que hicieren *subir, mantener o bajar* el precio”.

Dado que el propósito de la primera parte de este trabajo consiste en delimitar en qué casos estaría justificado que comportamientos generalmente asociados a la noción de “manipulación de mercado” sean objeto de una prohibición penal, el análisis que llevaré a cabo no estará atado a ninguna definición legal ya existente, sino que, por el contrario, apunta a desarrollar herramientas conceptuales adecuadas para someter a aquellas a crítica. Por lo tanto, a lo largo de toda esta sección, me referiré a la manipulación de mercado como *clase de conducta*, comprensiva de todas las tipologías que los organismos y la bibliografía especializada²⁶ en la materia caracterizan como “manipulativas” en el ámbito del mercado de valores secundario, con prescindencia de que se encuentren o no criminalizadas. No me escapa que, dado que el hecho de caracterizar a un comportamiento como manipulativo supone una valoración, el enfoque que estoy adoptando también implica aceptar ciertos “recortes” al campo de análisis, pero entiendo que, con respecto a otros abordajes²⁷, esta es la forma de mantenerlo lo más amplio posible beneficiándolo, a la vez, con el potencial analítico que representa la vasta casuística que puede recabarse en aquellas fuentes.

2.2. Las principales tipologías de manipulación de mercado, su significado y clasificación

Para lograr una mayor claridad expositiva de cara a las secciones que seguirán a continuación, es ahora necesario revisar el significado²⁸ de las distintas tipologías

²⁶ En el apartado siguiente, cito las fuentes pertinentes.

²⁷ Por ejemplo, también sería posible adoptar como punto de partida una de las definiciones “demasiado amplias” a las que hice referencia al principio de este apartado.

²⁸ Para las definiciones, tomo como principales fuentes: CESR, “Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive” (disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/market-abuse-directive-level-3-%E2%80%93-first-set-cesr-guidance-and-information-common-operation>, enlace consultado el 24/6/2022); IOSCO, “Investigating and prosecuting market manipulation” (disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>, enlace consultado el 24/6/2022) y su *addenda* (disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD411.pdf>, enlace consultado el 24/6/2022). Si bien el primer documento se enmarca en la derogada directiva de la Comisión Europea 2004/72/EC, éste tiene el valor de proporcionar un catálogo descriptivo de las modalidades manipulativas que fue deliberadamente despojado de términos jurídicos (“types of practices that CESR members would consider to constitute Market Manipulation [...] are described in non-legal terms and they are not

relevadas, ya que cada una de ellas será luego el punto de referencia para ejemplificar en concreto las nociones que iré desarrollando y/o revisar las distintas conclusiones a las que llegue.

Las conductas de manipulación pueden clasificarse según distintos criterios: el carácter directo o indirecto del impacto que éstas producen en el mercado, el mecanismo mediante el cual su autor obtiene provecho²⁹ y las características del medio empleado son algunos ejemplos de ellos. Todas estas clasificaciones son útiles porque ayudan a ordenar el tupido entramado de técnicas que se usan para manipular el mercado y a visibilizar distinciones conceptuales que son de interés para su análisis³⁰. Sin embargo, debe advertirse que, a la hora de analizar casos reales, es altamente posible (más bien, seguro) que las líneas divisorias que estas clasificaciones parecen trazar con claridad se diluyan inmediatamente: una maniobra concreta de manipulación puede involucrar (y, generalmente, involucra) cualquiera de los aspectos que, en las clasificaciones, se presentan se presentan como separados³¹.

El criterio que aquí adopto es el mencionado en último término, es decir, el de la clásica distinción bipartita basada en el medio empleado para manipular. De acuerdo con ésta, la manipulación puede ser de tipo 1) informativo (*information-based*) u 2) operativo, esta última también llamada manipulación mediante transacciones (*trade-based*).

Bajo el rótulo de “*manipulación informativa*”, me referiré a aquellas conductas cuyo aspecto central consiste en que, a través de *comportamientos distintos a la realización de transacciones* en el mercado, se introduce en el mercado *información engañosa o falsa*, que genera en los inversores una representación errada acerca de una circunstancia determinada, que resulta relevante para la toma de decisiones de inversión

intended to affect the scope of interpretation of the relevant directives and regulation”), por lo que resulta particularmente útil para esta sección. En el caso del reporte de IOSCO, al tratarse de un organismo multilateral, fue elaborado sobre la base de casos aportados por distintos Estados miembros y la información se expone sin referencias a ninguna legislación en particular.

²⁹ El provecho puede obtenerse en función de las transacciones llevadas a cabo con el valor negociable cuyo precio se manipula, o de manera extrínseca al mercado (así, LONDOÑO MARTÍNEZ, F., “Ilícito de manipulación bursátil: fenómeno y lesividad. Aspectos de política sancionatoria”, *Política Criminal*, vol. 8, n° 15, 2013, p. 104).

³⁰ Sobre las dificultades que presenta la tarea de sistematización, puede consultarse con provecho la tesis doctoral de Fernando Londoño Martínez, “La manipolazione del mercato degli strumenti finanziari: tra funzione del mercato di borsa e principi del diritto penale”, Università degli Studi di Ferrara, Italia, disponible para consulta en línea en <http://annali.unife.it/iuss/article/view/339/292> (enlace consultado por el 24/6/2022).

³¹ AVGOULEAS, E., *op. cit.*, p. 119

acerca de uno o más valores negociables. Quienes manipulan informativamente, por tanto, ejercen una influencia *indirecta* en los precios del mercado, ya que son las transacciones realizadas por otros participantes, que actúan bajo error como producto de la maniobra manipulativa, las que causan las fluctuaciones o el mantenimiento del precio según los diseños del manipulador.

Las dos modalidades principales con las que esta clase de manipulación puede llevarse a cabo son:

1) la *comunicación de información engañosa o falsa* acerca de las entidades emisoras, de uno o más valores negociables en particular o de aspectos de interés general para el mercado³². Para ello, el autor podrá valerse de distintos medios como, por ejemplo, comunicados de prensa, reportes de agentes del mercado o asesores financieros, publicaciones en portales de *internet* especializados³³, “*boiler rooms*”³⁴, anuncios en redes sociales, *newsletters* y mensajes en aplicaciones de mensajería para telefonía celular.

2) la *realización de comportamientos humanos externos al mercado de valores*, que generan de forma *indirecta* información engañosa o falsa acerca de la entidad emisora o distorsionan el precio percibido de uno o más valores negociables³⁵. En estos casos, la difusión de la información se produce por vía mediata, a partir de la *mise en scène* de una conducta de interés para el mercado. Por ejemplo, puede ser llevada a cabo mediante la simulación de movimientos de *commodities* físicos para dar apariencia de un aumento en su demanda, con el objeto de producir un impacto en los contratos derivados³⁶ asociados a ellas.

³² Para referirme a esta conducta, despojada de cualquier otro comportamiento manipulativo, utilizaré las expresiones “manipulación informativa *pura*” o “manipulación informativa *en sentido estricto*”.

³³ Sobre las potencialidades que internet ofrece para la manipulación de mercado, *vid.* IOSCO, “Report on securities activity on the Internet III”, 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf> (enlace consultado el 24/6/2022).

³⁴ Esta expresión que, literalmente significa “cuarto de calderas” (en alusión al lugar desde el que antiguamente se llevaban a cabo las prácticas a las que se refiere), alude a una estrategia de ventas mediante la cual un *broker* presiona a sus clientes para que realicen inversiones de acuerdo con cierta información. Se realizaba mediante llamados telefónicos y, actualmente, internet.

³⁵ Si bien algunas sistematizaciones la encuadran cómo “*action-based manipulation*” (manipulación basada en hechos), a los efectos del presente análisis, la agrupo bajo la categoría de manipulación informativa, dado que la acción llevada a cabo tiene por objetivo la difusión de información falsa o engañosa (en igual sentido, CESR, *op. cit.*, p. 13).

³⁶ En general, los “contratos derivados” son contratos financieros cuyo valor surge del precio de un activo, de una materia prima o de la evolución de una tasa de interés, a los que se denomina “activo subyacente”. En particular, en el ámbito de las *commodities* los derivados que se negocian son los

CUADRO N° 1 MANIPULACIÓN INFORMATIVA			
Tipología	Tipo de injerencia en el precio		Sub-categoría
	Directa	Indirecta	
Difusión de noticias engañosas o falsas		X	Manipulación informativa pura o en sentido estricto
Puesta en escena de comportamientos humanos externos al mercado		X	Manipulación informativa en sentido amplio (manipulación basada en acciones)

La *manipulación operativa*, en cambio, consiste en la actuación del manipulador (o de participantes relacionados a él) *en* el mercado, mediante la realización de operaciones. Dentro de esta categoría, la doctrina tradicionalmente distingue entre:

1) *transacciones simuladas o ficticias*, en las que no hay un traslado del riesgo o un cambio de beneficiario final o, si los hay, es entre partes que actúan de forma concertada, y *transacciones reales* pero carentes de un sentido económico distinto al de incidir en el precio de cotización.

2) transacciones mediante las cuales se ejerce poder de mercado y transacciones que no lo involucran: en el caso de las primeras, la influencia del manipulador en el precio de cotización es *directa*; las segundas, en cambio, dependen de que la actuación de otros participantes, llevados a error a raíz de las operaciones realizadas por el manipulador, conduzca al precio en la dirección buscada por el manipulador (la influencia es, por tanto, *indirecta*)³⁷.

3) manipulaciones operativas cuyo provecho se genera *en* las mismas transacciones que la configuran y manipulaciones cuyo provecho se produce en otro segmento del mercado o por fuera de él, en virtud de la influencia ejercida por el precio manipulado (*contract-based manipulation*).

denominados “contratos de futuros”, que son acuerdos que obligan a las partes en forma alternativa a intercambiar la propiedad de un bien determinado o determinable a un precio y plazo preestablecidos, o a pagar una diferencia entre el valor de mercado de ese bien y el precio determinado en el contrato. Para una clara exposición de las características distintivas de los contratos de futuros, de opciones y derivados en general, *vid.*, GÓMEZ PINEDA, J., *Dinero, banca y mercados financieros, los países emergentes en la economía global*, Ed. Banco de la República de Colombia, Bogotá, 2010, pp. 186-199, disponible en <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9403> (enlace consultado el 24/6/2022).

³⁷ Me referiré a éstas también como “manipulación operativa *propia*” y “manipulación operativa *impropia*”, respectivamente (así, LONDOÑO MARTÍNEZ, F., “¿Qué prohíben los artículos 52 y 53 de la Ley de Mercado de Valores? Reconstrucción dogmática de las figuras de manipulación de mercado en el derecho chileno”, *Política Criminal*, vol. 12, n° 24, 2017, p. 1171) .

Cada una de estas sub-categorías puede presentarse combinadamente en las distintas tipologías presentes en la casuística. A continuación, enumero las más conocidas con una breve explicación de sus características distintivas:

1) colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas (*placing orders without the intention to execute them*): en el sistema de negociación electrónica, se cursan órdenes de compra (o venta) a precios más altos (o bajos) que aquellos exhibidos en la columna de venta (o compra). No se realizan con la intención de ejecutar las órdenes, sino de dar a los demás participantes una impresión falsa acerca de la existencia de una mayor demanda (u oferta). La orden luego es retirada, antes de que se produzca la concertación con la contraparte.

2) *wash trades*: se realizan operaciones de compra y venta de un valor negociable sin que se produzcan cambios de titularidad reales. Esto se logra mediante la presencia de un mismo sujeto en los dos extremos de la operación (parte vendedora y parte compradora) que opera a través de distintos agentes y, de ese modo, genera en el sistema de negociación la apariencia de una operación entre distintas partes.

3) órdenes cruzadas ilícitas (*improper matched orders*): partes que actúan en forma concertada lanzan al mismo tiempo órdenes de compra y de venta, por un mismo precio y una misma cantidad.

4) *painting the tape*: consiste en la realización de una o más operaciones estructuradas de forma tal que dan la impresión de mayor oferta o demanda de un determinado valor negociable³⁸. Por ejemplo: el cliente A le pide a su agente B que compre cien acciones de la compañía C. B podría hacerlo ingresando una orden de compra por toda la cantidad de acciones que le indicó A pero, dado que él mismo posee acciones de C de las que desea desprenderse al precio más alto posible, fracciona la orden de compra que realiza en nombre de A en veinte órdenes, cada una de cinco acciones. Estas órdenes, al ser exhibidas en los sistemas electrónicos de negociación de los mercados, son visualizadas por otros participantes del mercado a quienes se induce a pensar que hay una alta demanda de acciones de C.

³⁸ Aquí adopto la definición dada en CESR, *op. cit.*, p. 13. Es necesario aclarar que, en la literatura especializada, esta práctica suele ser presentada como vinculada a las *wash sales* o a las *improper matched orders* (así, IOSCO, *op. cit.*, p. 5), pero, en el sentido que aquí tengo en cuenta, entiendo que hay una real transmisión de la titularidad. En este sentido, por *painting the tape* tampoco entiendo a esta práctica de acuerdo con su significado originario, consistente en la *falsificación* de los reportes de operaciones bursátiles plasmados en la *ticker tape* (así, en cambio, la entiende LONDOÑO MARTÍNEZ, F., *op. cit.* [2017], p. 1175).

5) *marking the close*: este comportamiento tiene lugar cuando se compran o venden valores negociables en proximidad a la hora de cierre del mercado, para incidir en la determinación del último precio registrado. Al restar poco tiempo para la finalización de las negociaciones, disminuye la posibilidad de que intervengan terceros cuyas operaciones restablezcan el precio de mercado. Si bien puede llevarse a cabo cualquier día hábil, esta práctica adquiere mayor sentido en las fechas en las que el precio de cierre tiene relevancia, por ejemplo, porque vencen los contratos de futuros³⁹ o de opciones⁴⁰ asociados a ese valor negociable o porque se lo toma como referencia para el cálculo de las comisiones de los administradores de portfolios de inversión.

6) *abusive squeeze*: uno o varios sujetos con una influencia significativa sobre la demanda, la oferta o los mecanismos de distribución de un determinado valor negociable y/o de un producto subyacente a un derivado abusan o explotan su posición dominante a fin de distorsionar significativamente el precio al que otros deben entregar, recibir o aplazar la entrega del instrumento, en cumplimiento de sus obligaciones contractuales.

7) mantenimiento del precio (*creation of a floor or a ceiling in the price pattern*): se cursan órdenes o se realizan transacciones para impedir que el precio de cotización descienda por debajo o suba por encima de un determinado valor. Por ejemplo, puede ser llevada a cabo por la misma emisora o por entidades que la controlan para evitar consecuencias negativas como una rebaja en su calificación crediticia.

8) negociación en un mercado para posicionar indebidamente el precio de un valor negociable en un mercado relacionado: consiste en efectuar transacciones sobre un valor negociable en un mercado para influir en su precio o en el de otro valor relacionado, que cotiza en otro mercado. A través de esta práctica, por ejemplo, se incide sobre el precio del activo subyacente de un derivado, a fin de distorsionar el precio del derivado mismo.

9) control del margen entre precio de venta y de compra (*excessive bid-ask spreads*): intermediarios financieros con poder de mercado (por ejemplo, especialistas y

³⁹ Vid. nota 36.

⁴⁰ “Una opción es un contrato entre dos partes por medio del cual una de ellas adquiere sobre otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o venderle (put – call), una cantidad determinada de un activo elegido a un precio preestablecido y en un momento rango de tiempo futuro. Estas opciones funcionan jurídicamente como un seguro de precio por el que el comprador de una opción pone un límite al riesgo que implica un cambio adverso en los precios y al mismo tiempo retiene la contingencia de obtener una utilidad si las condiciones de mercado lo favorecen” (LUCIANI, F., *op. cit.*, pp. 410-411).

market makers) actúan concertadamente introduciendo órdenes con el fin de modificar el *spread* o mantenerlo a un nivel artificial.

10) colusión como consecuencia de oferta pública inicial (*colluding in the after market of an initial public offer*): acuerdo entre adquirentes de valores en una oferta pública inicial para adquirir más valores apenas se inicia su negociación en el mercado con el objeto de fijar los precios a un nivel artificial, generando así el interés de otros inversores, para luego venderlos.

CUADRO N° 2 MANIPULACIÓN OPERATIVA ⁴¹			
Tipología	Tipo de injerencia en el precio		Sub-categoría
	Directa	Indirecta	
Colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas	x	X	Manipulación operativa mediante transacciones simuladas
<i>Wash trades</i>	x	X	Manipulación operativa mediante transacciones simuladas
Órdenes cruzadas ilícitas	x	X	Manipulación operativa mediante transacciones simuladas
<i>Painting the tape</i>	x	X	Manipulación operativa mediante transacciones simuladas
<i>Marking the close</i>	X	x	Manipulación operativa mediante transacciones reales
<i>Abusive squeeze</i>	X	x	Manipulación operativa mediante transacciones reales
Mantenimiento del precio	X	x	Manipulación operativa mediante transacciones reales
Manipulación entre mercados	X	x	Manipulación operativa mediante transacciones reales
Control del <i>spread</i> entre precio de venta y de compra	X	x	Manipulación operativa mediante transacciones reales
Colusión como consecuencia de oferta pública inicial	X	x	Manipulación operativa mediante transacciones reales

Con independencia de que, como adelanté, en los casos reales, cualquiera de las técnicas de manipulación pueda presentarse en forma combinada con otras, sin importar la categoría bajo la cual aquí se la haya encuadrado, existen dos tipologías bien conocidas en la literatura que integran ambas modalidades. A los fines metodológicos,

⁴¹ Se señala con “X” el tipo de injerencia en el precio que, a los efectos del presente análisis, se considera característica de cada tipología y con “x” el tipo de injerencia que también es posible en los casos concretos.

considero conveniente mantenerlas separadas bajo la categoría de “*manipulación mixta operativa-informativa*”⁴²:

1) *pump and dump*: consiste en la compra de un valor negociable con la expectativa de que su precio aumente⁴³, a la que se combina con ulteriores transacciones de compra y con la difusión de información positiva engañosa o falsa. Al culminar la maniobra, se venden los valores a precio alto, antes de que se produzca su baja.

2) *trash and cash*: se realiza una venta en corto⁴⁴ respecto de un valor negociable y se la combina con un aumento en la actividad de venta y con la difusión de información negativa engañosa o falsa.

CUADRO N° 3		
MANIPULACIÓN MIXTA INFORMATIVA-OPERATIVA		
Tipología	Tipo de injerencia en el precio	
	Directa	Indirecta
<i>Pump and dump</i>	x	X
<i>Trash and cash</i>	x	X

Hasta aquí el catálogo inicial de tipologías comisivas que tendré en consideración en el contexto del presente trabajo. En los siguientes capítulos de la primera parte, indagaré acerca de su lesividad, para luego intentar establecer si éstas infringen alguna norma no jurídica socialmente aceptada y, en su caso, en qué medida. A partir de ese análisis, espero no sólo extraer conclusiones útiles para valorar respecto de cuáles modalidades estaría justificada su prohibición pena (y de cuáles no), sino también establecer si existe alguna otra clase de comportamientos que, en abstracto, satisfagan el doble requisito (*harm-wrongfulness*) y que no estén presentes en la casuística relevada en el presente capítulo.

⁴² En los capítulos III y IV, se verá que esta distinción permite visibilizar matices en lo relativo a la lesividad y a la *wrongfulness* de las distintas categorías de manipulación. Es preciso aclarar que, de acuerdo con el concepto de manipulación mixta que aquí se adopta, el tramo transaccional de las tipologías debe reunir las características de la manipulación operativa impropia, por lo que no bastaría que en un caso el autor difunda información engañosa o falsa y a la vez opere, de cualquier manera.

⁴³ Esto es lo que se denomina “toma de una posición larga”.

⁴⁴ La venta en corto (*short selling*) consiste en vender al precio de mercado un valor que no se posee, sino que es tomado en préstamo de otro inversor. Al momento de devolverlo a este último, si el precio de mercado hubiera bajado, tal como espera quien vende en corto, éste podrá comprarlo a un valor menor. De este modo, su ganancia resultará de la diferencia entre el precio de venta y el de compra (al que, naturalmente, deberán sustraerse los costos de transacción).

CAPÍTULO II

EL BIEN JURÍDICO TUTELADO POR LOS DELITOS DE MANIPULACIÓN DE MERCADO

Sumario: 1. Introducción. 2. Las tesis acerca del bien jurídico tutelado por los delitos de manipulación de mercado. 2.1. La tesis mayoritaria: el correcto funcionamiento del mercado de valores y sus distintas variantes. 2.1.1. La libre competencia para la formación de precios. 2.1.2. La política estatal de fijación de precios. 2.2. La tesis de la integridad del mercado de valores como condición para la confianza del público inversor. 2.4. Una visión depurada: la tesis de los patrones de interacción de los agentes económicos. 3. Conclusión.

1. INTRODUCCIÓN

En la literatura perteneciente a la tradición europea continental afín a la cultura jurídica argentina y, por derivación de aquella, también en esta última, la cuestión relativa a la lesividad se examina con base en el derecho positivo vigente. Como es habitual en cualquier análisis de la parte especial del derecho penal, los autores se preguntan acerca de cuál es el bien jurídico tutelado por los tipos penales existentes en el ordenamiento que constituye el objeto de su estudio. El procedimiento anteriormente descrito, perfectamente adecuado en el contexto de un análisis *de lege lata* en el que la indagación acerca de la noción de bien jurídico cumple una función interpretativa⁴⁵, es el que siguen los desarrollos doctrinales a los que me referiré en este capítulo.

Esta primera parte de la investigación, en cambio, tiene por objeto el estudio de cuáles son las razones de peso en favor de la criminalización de la manipulación de mercado y, por lo tanto, pertenece a un plano de análisis *de lege ferenda*. En función de ello, una vez enunciados los bienes jurídicos postulados por los distintos autores, el análisis tendrá por finalidad determinar si éstos, considerados en sí mismos y con independencia de las legislaciones a partir de las cuales se los extrae, constituyen

⁴⁵ Este tipo de procedimientos, en cambio, no resulta adecuado en el contexto de un discurso acerca de la legitimidad de la criminalización en tanto conduce a razonamientos circulares en virtud de los cuales el objeto de tutela que la justifica se extrae de la misma norma cuya legitimidad se pretende fundar (BARATTA, A., “Funções instrumentais e simbólicas so direito penal. Lineamentos de uma teoria do bem jurídico”, Revista dos Tribunais Online, p. 4).

intereses dignos de tutela en los términos del *harm principle* y de acuerdo con el alcance de este último que daré a continuación.

Son, por tanto, también necesarias una serie de precisiones preliminares acerca de qué es lo que, en el contexto de este trabajo, deberá entenderse por el citado principio, que en la bibliografía en idioma español suele traducirse como “principio de *daño*”⁴⁶.

En su obra, imprescindible para el estudio de la temática, Joel Feinberg distingue tres posibles usos en el habla inglesa del término *harm*: 1) un uso derivativo, referido a las cosas, cuando se las daña (*to damage*) o se las rompe (*to break*), pues mediante éste se alude elípticamente al *harm* provocado a quien tiene un interés en ellas; 2) un uso genuino (no derivativo, del que deriva el uso derivativo) en el sentido de menoscabar el interés de alguien (*to thwart, to set back* o *to defeat*) y 3) un uso normativo, en el sentido de violar injustificada o inexcusablemente los derechos de otro (*to wrong*). Para este autor, el sentido que debe dársele al término en el contexto de un discurso acerca del *harm principle* es una combinación del segundo y tercer sentido: sólo los menoscabos de intereses que violan injustificada o inexcusablemente un derecho (*setbacks of interests that are wrong*) o las violaciones injustificadas o inexcusables de derechos que menoscaban un interés (*wrongs that are setbacks to interest*) constituyen un *harm* en el sentido exigido por aquel principio⁴⁷.

Empero, por los motivos explicados en la introducción, aquí mantendré separadas esas dos categorías, dedicando el presente capítulo al *harm*, exclusivamente en el sentido de menoscabo de intereses de otro (segundo sentido), y el siguiente capítulo, en cambio, a las cuestiones relativas al tercero de aquellos sentidos (*wrong*)⁴⁸. Para referirme a dicho concepto en el ámbito de este capítulo, preferiré el término “lesión” al de “daño”, pues el primero de ellos presenta mayor familiaridad con el discurso penal económico en la literatura iberoamericana por cuanto, en ese ámbito, la afectación a bienes jurídicos es de tal índole que suele privilegiarse dicho término, en virtud de la mayor concreción material que connotaría la idea “daño”.

⁴⁶ Por todos, *vid.* VON HIRSCH, A., *op. cit.* (2016), pp. 33-48.

⁴⁷ FEINBERG, J., *Harm to Others. The Moral Limits of the Criminal Law*, vol. 1, Ed. Oxford University Press, New York, 1984, pp. 32-36.

⁴⁸ Así, GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 74, nota 36.

Una vez delimitado el concepto de *harm* que adoptaré en el presente trabajo, conviene precisarlo ulteriormente, definiendo cuáles son los intereses cuya lesión es relevante para el derecho penal.

Para Feinberg, existen fundamentalmente dos clases de intereses: los relativos al bienestar (*welfare interests*) y los intereses ulteriores (*ulterior interests*). Los primeros tienen por objeto las condiciones básicas y necesarias (pero no suficientes) para el bienestar de una persona (p.ej., un mínimo de salud física y mental, de libertad de acción o de recursos materiales): sin éstas, falta el mínimo indispensable para alcanzarlo, pero, aun si se las tiene, no bastan para lograr una vida plena⁴⁹. Estos intereses elementales se caracterizan por su estabilidad y durabilidad y, considerados globalmente, están tan fuertemente vinculados entre sí que la ausencia de uno no puede ser compensada por el mayor desarrollo de otro (p.ej. la riqueza económica no sirve como compensación frente a una enfermedad incurable). Los intereses ulteriores son, en cambio, las metas o aspiraciones superiores y de largo plazo que cada individuo tiene y pueden ir cambiando con el tiempo (por ejemplo, construir la casa de los sueños, obtener un cargo político importante o formar una familia). Respecto de éstos, los intereses relacionados con el bienestar cumplen una función de medios en tanto, si no se encuentran satisfechos, no es posible que las personas puedan perseguir sus proyectos de vida. De acuerdo con las elaboraciones de aquel autor, los *welfare interests* constituyen el objeto *directo* de la intervención jurídica coactiva, mientras que los intereses ulteriores sólo son tutelados *indirectamente*, mediante la protección de las condiciones que son esenciales para lograrlos⁵⁰.

Existen, por otra parte, deseos a los que Feinberg caracteriza como instrumentales (*instrumental wants*). Éstos no son fines en sí mismos, sino que tienen por objeto ciertas condiciones intermedias, necesarias para la consecución de otras metas superiores (por ejemplo, hacer ejercicio o trabajar hasta tarde no constituyen en sí el objeto de un interés, pero pueden ser deseados por alguien en la medida en que le permitan estar más saludable o ganar más dinero, respectivamente). En cuanto tales, su

⁴⁹ FEINBERG, J., *op.cit.* (1984), p. 57: “One cannot get anything else if one does not have it, but one does not usually have much when has only it”.

⁵⁰ Feinberg señala como excepción al carácter indirecto de la protección de las aspiraciones superiores de una persona el caso en que éstas últimas constituyan únicamente una extensión de sus intereses mínimos: por ejemplo, en el caso de protección legal del patrimonio, que alcanza tanto al pobre como al rico (FEINBERG, J., *op.cit.* [1984], p. 62-63).

protección legal también es indirecta, salvo que éstos recaigan sobre el mismo objeto que el de los intereses de bienestar⁵¹.

Si bien las categorías de intereses descriptas hasta ahora se refieren clásicamente a individuos, para Feinberg, también existen intereses en sentido estricto que son de carácter “público”⁵²: 1) los intereses comunitarios y 2) los intereses gubernamentales. Los primeros son condiciones necesarias para el bienestar individual, pero son compartidos en forma tan generalizada que se puede decir que le pertenecen a la comunidad en sí (por ejemplo, la paz, la seguridad de la propiedad, una economía sólida o el orden y la predictibilidad de los negocios financieros). Los segundos, en cambio, son propios de las funciones asignadas al Estado (por ejemplo, cobrar impuestos, administrar el servicio de justicia, gestionar cárceles o registrar a las personas que ingresan al territorio nacional). En última instancia, éstos también son reconducibles al interés individual de los ciudadanos, aunque se presentan fuertemente diluidos en las jerarquías personales de cada uno de ellos.

En función del marco expuesto, pasaré entonces a exponer y criticar las distintas posturas ensayadas por la doctrina hispanoamericana.

2. TESIS ACERCA DEL BIEN JURÍDICO TUTELADO POR LOS DELITOS DE MANIPULACIÓN DE MERCADO

Las elaboraciones doctrinales acerca del bien jurídico tutelado por los delitos de manipulación de mercado se inscriben en la tradicional discusión acerca de las distintas caracterizaciones que el concepto de bien jurídico asume en el ámbito del derecho penal económico⁵³. Desde un punto de vista sistemático, las legislaciones modernas suelen ubicar a la clase de conductas que constituyen el objeto de este trabajo en las secciones

⁵¹ Feinberg excluye de la categoría de “intereses” a: 1) los deseos pasajeros (*passing wants*), que no poseen ni estabilidad ni durabilidad y no guardan relación con otros intereses superiores (por ejemplo, las ganas de comer un helado o de ir al cine) y 2) los fines últimos (*inclusive ends*), es decir, las metas máximas de las personas (por ejemplo, la felicidad), que son genéricas y rara vez constituyen finalidades conscientes (FEINBERG, J., *op.cit.* [1984], pp. 55-61).

⁵² FEINBERG, J., *op.cit.* (1984), p. 63.

⁵³ Para una completa reseña acerca de las distintas caracterizaciones y las posturas doctrinales al respecto, *vid.*, por todos, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C., *Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte General*, 5ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 153-236.

de los códigos penales relativas a los delitos contra el “orden económico”⁵⁴, lo que a esta altura no recibe particular atención por parte de los distintos autores, quienes se concentran, antes bien, en la enunciación de cuáles son los bienes jurídicos más específicamente referidos al mercado de valores que son tutelados por estos tipos penales. Con independencia de los distintos matices de cada una de aquellas posturas, a las que enseguida analizaré en forma individualizada, todas parecen entender al “orden económico” en sentido *estricto*⁵⁵ y posicionarlo como bien jurídico supraindividual *mediato*⁵⁶, concretizado en un bien jurídico *inmediato*, también de carácter supraindividual, que es el directamente lesionado (o puesto en peligro) por las conductas manipulativas.

La única excepción al panorama general anteriormente descrito está dada por una postura cuyo principal exponente fue Quintero Olivares, quien sostenía el carácter individual del objeto de tutela de los delitos de maquinaciones para alterar el precio de las cosas y lo identificaba específicamente con el patrimonio personal de los ciudadanos. Esta visión, basada en una interpretación histórica y sistemática del antiguo art. 540⁵⁷ CPE (texto refundido de 1973), ubicado en el capítulo V de su título XIII, referido a los “Delitos contra la propiedad”⁵⁸, ya había sido criticada durante la vigencia de aquella disposición y fue considerada completamente superada a partir de la reforma del CPE de 1995⁵⁹, que rubricó esta clase de tipos penales como “Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico” (título XIII)⁶⁰.

⁵⁴ Por ejemplo, en el actual CPE, el delito se encuentra ubicado bajo el Título XII, relativo al “patrimonio y el *orden socioeconómico*” y, en el CP vigente, también bajo el Título XIII, correspondiente al “orden económico y financiero”.

⁵⁵ Adopto aquí la terminología de Bajo Fernández quien, en su célebre obra, definió al orden económico en sentido estricto como “la regulación jurídica del intervencionismo estatal en la Economía de un país” (BAJO FERNÁNDEZ, M., *Derecho Penal Económico aplicado a la actividad empresarial*, Ed. Civitas, Madrid, 1978, pp. 37-39).

⁵⁶ Por lo tanto, según la postura de cada autor, podrá constituir un verdadero objeto de tutela de los tipos penales o una mera *ratio legis*, que justifica la criminalización de la clase de conductas en cuestión.

⁵⁷ Art. 540, CPE (texto refundido de 1973): “Serán castigados con las penas de presidio menor y multa de 5.000 a 250.000 pesetas los que, difundiendo noticias falsas o tendenciosas, empleando violencia, amenaza o engaño, o usando de cualquier otra maquinación, intentaren alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, monedas, títulos o valores, o cualesquiera otras cosas, muebles o inmuebles, que fueran objeto de contratación”.

⁵⁸ En el proyecto de CP de 1891, que no llegó a ser sancionado, la figura de “alteración de precios por noticias falsas, coalición, etc.” también estaba ubicada como delito contra el patrimonio, bajo el capítulo de “Estafas y otras defraudaciones”. Al respecto *vid.* cap. V, apartado 1.1. y sus notas.

⁵⁹ LO 10/1995, de 23 de noviembre.

⁶⁰ Para una amplia referencia histórica acerca de las distintas posiciones doctrinales acerca del bien jurídico tutelado por los delitos de alteración de precios, *vid.*, por todos, BRAGE CENDÁN, S., *Los delitos*

2.1. Tesis mayoritaria: el correcto funcionamiento del mercado de valores y sus distintas variantes

Actualmente, en la doctrina española y argentina, la mayor parte de los autores coinciden en que el objeto directamente tutelado por los tipos penales de manipulación es el “mercado” y, más precisamente, un bien jurídico de carácter supraindividual que en la bibliografía se enuncia como “correcto funcionamiento del mercado”. A pesar del uso generalizado de dicha expresión, no puede decirse que exista una opinión dominante con respecto a qué es lo que debe entenderse por ésta. Antes bien, al precisar su significado, los distintos autores le otorgan significados variados, en función de la perspectiva desde la que conciben en qué consiste esa “corrección”. Así, la mayor parte de la doctrina considera que, como producto de la manipulación, se alteran (o se podrían alterar) los precios que deberían resultar de la libre concurrencia entre la oferta y la demanda. Otro grupo de autores, en cambio, abandona esa idea y pretende superarla identificando como objeto de tutela a la política estatal de fijación de precios. Por último, existen autorizadas voces que combinan ambos conceptos.

Tal como puede intuirse, este confuso panorama tiene implicancias directas en el ámbito práctico. Ante la ausencia de claridad acerca de qué es lo que debería lesionar (o poner en peligro) una maniobra concreta de manipulación, se producen, a nivel jurisprudencial, distorsiones en la aplicación de los tipos penales⁶¹. Sin embargo, esta no es la clase de problemas que trataré en esta parte de la investigación, sino en la segunda, dedicada al derecho vigente. En esta sección, tal como adelanté, me ocuparé de analizar si alguna de aquellas posturas logra captar en qué consiste la lesividad de las prácticas manipulativas.

2.1.1. La libre competencia para la formación de precios

de alteración de precios. Especial de referencia a los artículos 262, 281 y 284 CP, Ed. Comares, Granada, pp. 10-38.

⁶¹ Para un panorama de la situación en la jurisprudencia española, *vid.* PAREDES CASTAÑÓN, J. M., “Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores”, *Nuevo Foro Penal*, vol. 82, 2014, pp. 35-82.

Para aquellos autores que identifican con la libre competencia el bien jurídico tutelado por los tipos penales de manipulación, la lesividad de esta clase de conductas se explica porque, como producto de ellas, los precios resultan (o podrían resultar) distorsionados con respecto a los que se formarían en virtud de una interacción libre entre la oferta y la demanda de los agentes económicos participantes en aquel⁶². Al respecto, es necesario aclarar en forma preliminar que, tal como ocurría en el caso de la antigua postura que defendía al patrimonio individual como objeto de protección, en la literatura española esta formulación también podría, al menos en parte, explicarse por la tipificación presente en su derecho positivo. En esta legislación, en efecto, tanto el ya aludido art. 540 CPE (texto refundido de 1973), como todas sus sucesivas versiones hasta el actual art. 284.1º, ap. 1, CPE⁶³ enuncian como objeto material de la acción típica de manipulación a los precios que habrían de resultar de la “libre competencia”. Por los motivos que ya expuse, aquí dejaré de lado esta circunstancia *de lege lata*, para concentrarme en la libre competencia como bien jurídico y en las conclusiones que de ésta pueden extraerse con relación al objeto de estudio.

Ahora bien, la tesis en cuestión recibe, principalmente, dos objeciones⁶⁴: por un lado, sus críticos advierten que la libre competencia, como tal, no existe en los mercados de capitales reales; y, por el otro, señalan que, aun considerada sólo como un objetivo a perseguir, aquella no podría ser erigida como bien jurídico por ser

⁶² Así, con relación al art. 284 CPE, según LO 15/2003, de 25 de noviembre, GONZÁLEZ RUS, J., “Maquinaciones para alterar el precio de las cosas que habría de resultar de la libre competencia”, en COBO DEL ROSAL, M. (coord.), *Derecho penal español: parte especial*, Ed. Dykinson, Madrid, 2005, pp. 601 y ss.; BAJO FERNÁNDEZ, M.; BACIGALUPO, S., *Derecho penal económico*, 2ª ed., Ed. Universitaria Ramón Areces, 2010, pp. 573-574; según LO 5/2010, de 22 de junio, SÁNCHEZ TOMÁS, J., “Los delitos de abuso del mercado de valores y de manipulación de precios”, en ÁLVAREZ GARCÍA, F., (dir.), *Derecho Penal español: parte especial (II)*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, pp. 634 y ss., y SANTANA VEGA, D., “Maquinaciones para alterar el precio de las cosas (art. 284)”, en CORCOY BIDASOLO, M. (dir.) y GÓMEZ MARTÍN, V. (dir.), *Manual de derecho penal, económico y de empresa: parte general y especial*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 316 y ss.

También, con relación al viejo art. 300.1 CP, ubicado bajo el título de los “Delitos contra la fe pública”, BACIGALUPO, E., “El derecho penal vigente y a nueva ordenación de sociedades”, *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones*, año 6, n° 33, 1973, pp. 277-279. Con respecto al art. 309.1a) CP, GUZMÁN, N., *Delitos en el mercado financiero*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2014, pp. 134-138.

⁶³ Art. 284. 1, CPE (texto según LO 1/2019, de 20 de febrero): “Se impondrá la pena de prisión de seis meses a seis años, multa de dos a cinco años, o del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido, o de los perjuicios evitados, si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador por tiempo de dos a cinco años, a los que: 1.º Empleando violencia, amenaza, engaño o cualquier otro artificio, alterasen los precios que hubieren de resultar de la libre competencia de productos, mercancías, instrumentos financieros, contratos de contado sobre materias primas relacionadas con ellos, índices de referencia, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiese corresponderles por otros delitos cometidos”.

⁶⁴ *Vid.* BRAGE CENDÁN, S., *op. cit.*, pp. 25-27.

inconciliable con el intervencionismo que, en alguna medida, caracteriza actualmente todas las relaciones entre el Estado y la actividad económica, inclusive en el contexto de las sociedades capitalistas.

Para afirmar lo primero, los autores recurren a los postulados básicos de la ciencia económica, de acuerdo con los cuales los mercados en los que ningún competidor tiene individualmente capacidad para fijar el precio de los bienes y en los que, por lo tanto, éste surge de la interacción de la oferta y de la demanda, son aquellos en los que la competencia es *perfecta*. Así, teniendo en cuenta que, para que ésta sea posible, es necesario que: 1) no existan barreras a la salida y entrada del mercado; 2) haya un número elevado de compradores y vendedores; 3) los bienes ofrecidos sean homogéneos y 4) los participantes cuenten con información perfecta⁶⁵, concluyen que dicha característica no puede predicarse con relación a los mercados de valores reales⁶⁶.

Estas observaciones son acertadas y tienen el innegable mérito de contrastar desde un punto de vista empírico una conceptualización que, de quedar únicamente en el plano de la abstracción, carecería de utilidad como criterio para la toma de decisiones en concreto acerca de la criminalización de las conductas manipulativas. Sin embargo,

⁶⁵ MOCHÓN MORCILLO, F. y BEKER, V., *Economía. Principios y aplicaciones*, 4ª ed., Ed. McGraw Hill, México D.F., 2008, pp. 113-114.

⁶⁶ Así, ESTRADA I CUADRAS, A., “Presente y futuro del delito de alteración de precios (art. 284 CP)”, *InDret*, n° 1, 2014, pp. 6-7. Para un pormenorizado análisis del mercado de capitales español, con datos numéricos que lo caracterizan como oligopólico, *vid.* PAREDES CASTAÑÓN, J.M., *op. cit.*, pp. 41-44. Para una síntesis de otras posturas similares, *vid.* BRAGE CENDÁN, S., *op. cit.*, p. 26.

Por su parte, el mercado de capitales argentino presenta 1) significativos impedimentos legales para el ingreso y 2) un escaso número de agentes económicos. Se trata, en efecto, de un mercado en el que las entidades emisoras que pretendan listarse deben obtener previamente una autorización del organismo regulador estatal, para la cual deben cumplir con minuciosas exigencias legales que representan importantes costos (directos y de oportunidad). Asimismo, éste presenta dimensiones extremadamente reducidas, dada su *ratio* capitalización bursátil / PIB del 8,8 % (correspondiente al año 2019, último dato disponible en los reportes del Banco Mundial, consultable en <https://data.worldbank.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> [enlace consultado el 26/4/2022]), muy inferior a la de otros países de la región (para el 2020, la de Chile era del 73 %; de Brasil, 68,4 %; de México, 37,1 % y de Colombia, 39,2 %, de acuerdo con la misma fuente). Y, mirado en su configuración interna, se caracteriza por la presencia de unos pocos oferentes y demandantes que detentan la mayor parte del poder de mercado: por ejemplo, el 79 % del volumen total de acciones negociadas durante 2020 en el mercado de valores de la ciudad de Buenos Aires (BYMA) perteneció a tan solo diez emisoras, de las cuales una reunió el 32 % (*cf.* INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES, “Resumen de mercado 2020 [renta variable]”, disponible en <https://www.iamc.com.ar/informesanuales/> [enlace consultado el 26/4/2022]). Por otra parte, tampoco existe una atomización entre los inversores: durante el mismo periodo, en el BYMA operaron doscientos veintitrés agentes bursátiles de los cuales tan solo cinco reunieron más del 43 % del volumen total de valores de renta variable negociados (*cf.* *ranking* de agentes de BYMA, correspondiente al periodo enero-diciembre de 2020 para el mercado de renta variable, consultable en <https://www.byma.com.ar/ranking/> [enlace consultado el 26/4/2022]). En virtud de ello, es posible que los distintos participantes, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda, posean cierta capacidad individual de incidir en los precios de cotización.

del carácter imperfecto que pueda presentar la competencia en los mercados no se deriva que la libre concurrencia no pueda ser objeto de protección legal, no ya como un estado de cosas existente, sino como uno que, por determinadas razones (sobre esto volveré enseguida), resulte deseable. Esto es lo que, a mi entender, plantean en realidad sus partidarios quienes, en ningún caso, afirman que la competencia perfecta esté presente verdaderamente en los mercados⁶⁷, sino que más bien, con distintos matices, parecen considerar a la libre concurrencia entre la oferta y la demanda como un *mecanismo* al que se aspira que se ajuste la fijación del precio de los valores negociables⁶⁸, cualquiera sea la concreta configuración de aquellos (competencia perfecta, oligopolio, monopolio, etc.)

Así matizado el concepto, podría intentar superarse la primera objeción precisando que el bien jurídico que se pretende garantizar con los delitos de manipulación consiste en *el interés estatal en que la formación de precios en el mercado de valores funcione de acuerdo con las reglas de la libre competencia*. Esto, por otra parte, también permitiría superar la segunda crítica. En efecto, con lo dicho hasta aquí queda claro que, mediante la protección jurídico-penal de este interés, no se pretendería consagrar una concepción fisiocrática de precios naturales, sino una política de la Administración en virtud de la cual, en el contexto de mercados regulados por el Estado (en cuanto a su conformación, a quiénes pueden participar, al tipo de operaciones que pueden realizarse, etc.), la determinación del precio de cotización se dejaría librada a la interacción entre la oferta y la demanda.

Con todo, la formulación que acabo de proponer también merece ser objetada porque tampoco es posible afirmar que ese interés verdaderamente exista. Antes bien, el hecho de que el citado mecanismo sea el que efectivamente rige las negociaciones en un determinado ámbito bursátil es una circunstancia meramente contingente que puede (y, de hecho, suele) estar sujeta a limitaciones, como es el caso de la imposición de *márgenes de referencia* por encima o por debajo de los cuales no se permite la concertación de operaciones⁶⁹ o de la habilitación del uso de *órdenes con volumen*

⁶⁷ Son explícitos al respecto BAJO FERNÁNDEZ, M.; BACIGALUPO, S., *op. cit.*, pp. 573-574

⁶⁸ Así, expresamente, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C., *Derecho penal económico y de la empresa: parte especial*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2019, pp. 356-357.

⁶⁹ En la actualidad, las negociaciones se realizan generalmente mediante la utilización de sistemas informáticos en los que la vinculación entre las órdenes de venta y las órdenes de compra (*order matching*) se lleva a cabo en función de un criterio denominado “prioridad precio-tiempo”, de acuerdo con el cual las órdenes, primero, son ordenadas en función de su precio y aquellas que tengan un mismo

oculto, por las que el agente solamente muestra una fracción de la cantidad total que desea comprar o vender y, de ese modo, evita el alza o la baja repentina de los precios⁷⁰. Si esto es posible y válido es precisamente porque la libre competencia para la formación de precios no es más que una herramienta (si se quiere, un deseo instrumental, en la terminología feynberguiana) para lograr que los recursos financieros del mercado de capitales sean asignados del modo más eficiente posible entre sus participantes⁷¹. Como tal, es legítimo que su uso se restrinja, se amplíe o se integre con el de otras herramientas que resulten necesarias para alcanzar ese mismo objetivo u otros considerados igual o mayormente deseables en un momento dado.

Frente a ello, es claro que la (posible) afectación a la libre competencia como mecanismo de formación de precios no aporta una razón de validez general para la criminalización de la manipulación de mercado, en tanto implicaría hacer depender su lesividad abstracta (la única a la que debe atenderse en un contexto de legitimación de normas penales) de la concreta vigencia de aquel en el contexto de un determinado ámbito de negociación. Lo que, en todo caso, sí visibiliza la tesis bajo análisis es la existencia de un interés estatal en que los mercados de valores cumplan su función⁷² de canalización del ahorro en inversión productiva lo cual, en última instancia, redundaría positivamente en todo el sistema económico. Esto es, en efecto, el objetivo superior que pretende lograrse garantizando la eficiencia del mercado para la cual la libre competencia, de acuerdo con una determinada concepción de la ciencia económica, es condición necesaria.

Si bien, descartada la libre competencia como bien jurídico, puede reconocerse que aquellos intereses más elevados son lo suficientemente estables como para ser

precio son, a su vez, priorizadas sobre la base del horario en el que hayan ingresado. Este mecanismo, sin embargo, no puede conducir a cualquier precio, porque los reglamentos operativos suelen establecer límites más allá de los cuales se suspende la negociación. Por otra parte, por ejemplo, pueden existir segmentos de negociación bilateral entre agentes con su cartera propia o entre agentes e inversores calificados. En este tipo de segmentos de negociación (presente, por ejemplo, en el BYMA), la normativa generalmente impone la fijación de un rango de precios (que toma como referencia el del último cierre o precio del segmento bilateral), dentro del cual deberán mantenerse las operaciones que, de lo contrario, requerirán una autorización excepcional por parte de los mercados (*vid.*, por ejemplo, Normas CNV, tít. VI, cap. V, sec. II, art. 3).

⁷⁰ Para una descripción del uso de esta clase de órdenes en el mercado español de acciones, *vid.* PARDO, Á.; PASCUAL, R., “El uso de órdenes con volumen oculto en el Sistema de Interconexión Bursátil Español”, Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa, n° 34, 2008.

⁷¹ MOCHÓN MORCILLO, F. y BEKER, V., *op. cit.*, pp. 124-127.

⁷² Así, BACIGALUPO, S., “Art. 284”, en COBO DEL ROSAL, M. (dir.), *Comentarios al Código Penal*, Ed. Edersa, Madrid, 1999, vol. 8, p. 274.

dignos de consideración en el contexto de este trabajo, en el apartado correspondiente a mi propuesta intentaré demostrar que la manipulación de mercado afecta más directamente⁷³ un interés igualmente merecedor de protección, que brinda razones de peso y mayor poder explicativo para considerar legítima su criminalización.

2.1.2. *La política estatal de fijación de precios*

En el contexto de su crítica a la tesis particularista de Quintero Olivares, Bajo Fernández planteaba que, dado que el art. 540 CPE (texto refundido de 1973) castigaba tanto la elevación abusiva de precios como su disminución, no podía sostenerse que esta figura protegiera las expectativas patrimoniales de una de las partes, puesto que a una (comprador) sólo la perjudica el incremento de los precios y a la otra (vendedor) sólo su baja. A renglón seguido, dicho autor matizaba este juicio con relación al antiguo art. 541.1° CPE⁷⁴ que, al castigar la alteración de los precios de los artículos de primera necesidad, “cualquiera que fuera la forma de determinación”, apuntaba a proteger ya no los precios derivados de la libre concurrencia, sino aquellos fijados por la Administración y, con ello, tutelaba específicamente la posición de los consumidores. Con todo, en ningún caso consideraba que pudiera sostenerse que el bien jurídico fuera el patrimonio individual, sino que el objeto de protección de ambos preceptos consistía en la “política económica de precios” que, respecto de determinados bienes (productos, mercancías, monedas, títulos o valores, etc.), atendía al “principio de la libre concurrencia” mientras que, con relación a otros (artículos de primera necesidad), al “principio del control de precios”. Con aquella expresión, por lo tanto, Bajo pretendía conglobar ambos mecanismos de formación de precios y así superar el aparente

⁷³ Sobre el procedimiento de identificación de bienes jurídicos mediante opciones sucesivas caracterizadas por distintos niveles de concreción, característico e ineludible en el ámbito del derecho penal económico, *vid.* PAREDES CASTAÑÓN, J.M., “Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho Penal Económico: bases político-criminales”, *Revista de Derecho Penal y Criminología*, segunda época, n° 11, 2003, pp. 103-106.

⁷⁴ Art. 541, CPE (texto refundido de 1973): “Se impondrán las penas señaladas en el artículo anterior, en su grado máximo: 1.º Cuando, cualquiera que fuera la forma de determinación del precio, las conductas previstas en él recayeren sobre sustancias alimenticias, medicamentos, viviendas u otros objetos de primera necesidad. 2.º Cuando se haya perpetrado el delito con abuso de la condición de beneficiario de alguna concesión, subvención o protección pública”.

antagonismo existente entre la referencia a la libertad de mercado y al intervencionismo estatal⁷⁵.

Una posición similar, expresamente dirigida a rechazar la libre competencia como bien jurídico, fue adoptada años después por García-Pablos para quien, en virtud de la superación de las realidades decimonónicas bajo las cuales fueron concebidos los tipos penales de manipulación y del cariz intervencionista que, ya en la época en la que aquel escribía, caracterizaba las relaciones entre el Estado y la economía, el concepto de precios libres debía considerarse “puramente residual y relativo” pues el hecho de que éstos así lo fueran dependía, en definitiva, de una decisión estatal de no intervenirlos, que podía cambiar cuando lo considerara oportuno la Administración. En función de ello, para este autor, los citados arts. 540 y 541 CPE formaban parte de un “dispositivo complejo que regulaba y disciplinaba la intervención del Estado con la pena en el mundo de las relaciones económicas” y, por lo tanto, entendía que con ellas se pretendía tutelar “las normas sobre fijación de precios que expresaban una determinada política económica y de precios de la Administración Pública”⁷⁶.

En nuestros días, con relación al art. 284 CPE (según LO 5/2010, de 22 de junio), esta es la posición sostenida por Estrada i Cuadras, quien la prefiere a la de la libre competencia por entender que se trata de una formulación que busca ser más precisa, por cuanto atiende a la circunstancia de que el modelo económico español no es el de mercado puro, sino que prevé cierto grado de intervención por parte de la Administración en la economía⁷⁷.

Naturalmente, estas formulaciones, concebidas inicialmente con el propósito de integrar bajo una única categoría mecanismos de formación de precios tan diferentes como los previstos en los distintos delitos que penalizan su alteración en la legislación española, no plantean el problema de la contingencia de la libre competencia como herramienta de política económica, al que hice referencia en el apartado anterior. Si bien, por un lado, la definición del bien jurídico en estos términos genéricos podría tener como ventaja su estabilidad a lo largo del tiempo (más allá de las reformas que

⁷⁵ BAJO FERNÁNDEZ, M., *op. cit.*, pp. 311-315.

⁷⁶ GARCÍA-PABLOS, A., “Sobre la figura del delito de maquinaciones para alterar los precios (naturales) de las cosas”, Cuadernos de Política Criminal, n° 14, 1981, p. 226.

⁷⁷ ESTRADA I CUADRAS, A., *op. cit.*, p. 5-7. Así, también, MORENO Y BRAVO, E., “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”, en BACIGALUPO, E., (dir.), *Derecho penal económico*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2000, pp. 406-407.

puedan realizarse en aquel campo), de otro lado, tal como advierte el mismo Estrada i Cuadras, se trata de una concepción del ilícito puramente formalista, en virtud de la cual, para su comisión bastaría el quebrantamiento de las normas de fijación de precios. Por ello, este autor propone una interpretación de los tipos penales que, para considerarlos configurados en un caso concreto, exija que las conductas sean idóneas para alterar el precio⁷⁸.

Al margen de estas consideraciones propias de un discurso *de lege lata*, desde la perspectiva que aquí interesa, el punto crítico de la tesis en cuestión consiste en que la única razón que aporta para la criminalización de las conductas manipulativas es la de su carácter antijurídico, pareciendo implicar que éstas son meramente *mala prohibita*. Así, al no visibilizar el contenido concreto de la política económica que se intenta proteger, ante todo, deja fuera de la discusión si los objetivos de ésta responden a un interés merecedor de tutela legal (todavía no necesariamente penal) y si los medios con los que se la implementa están instrumentalmente justificados y son legítimos. Por otra parte, aun asumiendo que lo anterior se verificara (o que se tratara de cuestiones que no deben formar parte del análisis político-criminal⁷⁹), una conceptualización del bien jurídico así de despojada tampoco permite evaluar si, junto con la protección jurídica, es también deseable y necesaria la intervención coactiva y, en su caso, con qué alcance (tanto desde el punto de vista de las conductas a incriminar, como de las escalas penales con las cuales conminarlas en abstracto).

Desde la visión de justificación de la criminalización que aquí adopto, por tanto, las tesis de la política de fijación de precios no ofrecen una fundamentación adecuada, por cuanto no permiten demostrar si la manipulación de mercado lesiona (o pone en peligro) algún interés distinto al de la vigencia de las disposiciones que resulten violadas. Frente a ello, tampoco creo superadora la propuesta de Brage Cendan, quien redefine el interés jurídico tutelado por los arts. 284 y 281 CPE (texto según LO 10/1995) como “la libre competencia y el intervencionismo estatal en cuanto constituyen los mecanismos para la fijación de los precios en la economía española”⁸⁰, dado que la precisión referida a la libre competencia (única de interés para las

⁷⁸ ESTRADA I CUADRAS, A., *ibidem*.

⁷⁹ Así, PAREDES CASTAÑÓN, J.M., *op. cit.* (2014), p. 50, nota 44.

⁸⁰ BRAGE CENDÁN, S., *op. cit.*, pp. 49-51.

conductas manipulativas en el mercado de valores) presenta las mismas limitaciones ya apuntadas al analizar las tesis que la ubican como objeto de protección.

2.2. Tesis de la integridad del mercado de valores como condición para la confianza del público inversor

Una postura más actual, inspirada en gran medida en la normativa de la Unión Europea⁸¹, plantea como objeto merecedor de protección a la integridad de los mercados de valores y la confianza del público inversor⁸². Considerada en forma aislada, la primera expresión no difiere sustancialmente de la idea de “correcto funcionamiento del mercado”, ya analizada, sino que es una reformulación del concepto de “corrección” como “integridad”. Empero, los autores que la proponen no definen cuál es el alcance preciso de lo que debería entenderse por este término en el contexto que nos ocupa, limitándose a referir que dicho atributo se ve afectado por las “conductas manipuladoras que se aprovechan de cómo funciona el mercado”⁸³, lo que permite entender que la integridad estaría dada por la ausencia de comportamientos abusivos, pero no proporciona criterios claros para determinar cuándo éstos los son ni, por lo tanto, cuándo corresponde su prohibición (mucho menos penal).

Al margen de esta consideración, lo que distingue a la visión en cuestión de aquellas desarrolladas en el apartado anterior (y, en consecuencia, justifica su estudio por separado) es que la integridad de los mercados (o su correcto funcionamiento, lo que es igual) se presenta asociada a la *confianza* en éstos o, más precisamente, como condición (¿necesaria?) para que esta última se verifique. En efecto, la idea que atraviesa esta postura es que la protección de la integridad incentiva a los potenciales

⁸¹ Esta es la visión que emana de la Directiva 2014/57/UE, en cuyos considerandos se especifica: “Un mercado financiero integrado y eficiente y una mayor confianza de los inversores requieren integridad del mercado. El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento y la riqueza económicos. El abuso de mercado daña la integridad de los mercados financieros”. Asimismo, parece ser la adoptada actualmente por el legislador español, de acuerdo con la transposición de dicha directiva a la LO 1/2019, de 20 de febrero, cuyo preámbulo reza: “El bien jurídico protegido no se configura tanto en atención al contenido patrimonial o al propio orden socioeconómico, como a la integridad de los mercados y la confianza de los inversores que actúan en ellos”.

⁸² Así, GÓMEZ-JARA DIEZ, C., *El delito de manipulación de mercado (arts. 284.2 y 284.3. CP)*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 70-76; FEJOO SÁNCHEZ, B., “Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del art. 284 CP tras la LO 1/2019: retos dogmáticos frente a un desatino legislativo”, *La Ley penal*, n° 138, 2019, pp. 3-4.

⁸³ GÓMEZ-JARA DIEZ, C., *op. cit.*, p. 72.

inversores a confiar en el mercado y ello es deseable porque, a mayor desconfianza, menores son sus incentivos para participar en él, mientras que, a mayor confianza, mejor será su predisposición y esto, en definitiva, facilitará el cumplimiento de la ya mencionada función de canalización del ahorro en inversión⁸⁴.

Esta forma de ver no es nueva en la literatura penal dedicada a esta clase de delitos. En Argentina, con relación al viejo art. 300.1, que, en el CP de 1921, había sido ubicado bajo el título XII relativo a los “Delitos contra la fe pública”, Soler afirmaba que, con relación a aquellos, este último bien jurídico debía entenderse en el sentido de “*confianza, honestidad y buena fe en los negocios y las relaciones comerciales*”⁸⁵.

Cabe, entonces, preguntarse si la confianza puede constituir el bien jurídico a tutelar mediante la criminalización de las conductas de manipulación de mercado. Ante todo, es del caso señalar que, si bien todos tenemos algún tipo de comprensión intuitiva de qué es lo que debe entenderse por confianza, en las ciencias sociales no ha existido un estudio sistemático a su respecto, sino hasta la década de 1980, durante la cual autores provenientes de distintas ramas del saber, interesados por su importancia para las relaciones de cooperación, comenzaron a trabajarla tanto desde una perspectiva teórica, como empírica⁸⁶. A raíz de un proyecto de investigación colectivo e interdisciplinario llevado a cabo en ese entonces, surgió la conceptualización expuesta por el sociólogo Gambetta, para quien la confianza y, del mismo modo, la desconfianza son “un determinado nivel de la probabilidad subjetiva con la que un agente evalúa si otro agente o grupo de agentes va a llevar a cabo una determinada acción”, de manera que “cuando decimos que confiamos en alguien o que alguien es digno de confianza, implícitamente entendemos que la probabilidad de que esa persona lleve a cabo una acción beneficiosa o por lo menos no perjudicial para nosotros es lo suficientemente alta como para que consideremos comprometernos en alguna forma de cooperación con ella”⁸⁷.

⁸⁴ FEIJOO SÁNCHEZ, B., *op. cit.*, p. 4.

⁸⁵ SOLER, S., *Derecho Penal Argentino*, 1ª reimpression (1ª ed., 1945/1946), Ed. TEA, Buenos Aires, 1951, t. V, p. 412.

⁸⁶ Para una contextualización histórica de estos trabajos y referencias a sus diferentes exponentes, *vid.* la reseña del libro GAMBETTA, D. (edit.), *Trust: Making and breaking cooperative relations*, Ed. Basil Blackwell, Oxford, 1988, a cargo de BARBER, B., *Contemporary Sociology*, vol. 21, n° 3, 1992, pp. 401-402.

⁸⁷ GAMBETTA, D., “Can we trust trust?”, en GAMBETTA, D., (Ed.), *op. cit.*, p. 217. Esta definición es una síntesis de los puntos de convergencia a los que arriban los distinguidos autores que participaron en esta

La definición que acabo de transcribir pone en evidencia dos cualidades de la confianza que, a mi entender, son centrales para responder al interrogante planteado. La primera es su carácter netamente *individual*: que se trate de una “probabilidad subjetiva” indica, en efecto, que el hecho de que se la alcance (o se la pierda) dependerá de una elaboración personal de los datos provenientes del mundo exterior (a los que en lo sucesivo me referiré como *input*) que realiza cada agente y que tendrá como fundamento criterios racionales (por ejemplo, sus conocimientos) pero, posiblemente, también irracionales (por ejemplo, sesgos cognitivos)⁸⁸. De esto deriva que no puede decirse que exista una confianza *general* en *p* sino, en todo caso, una confianza generalizada cuando, en un contexto dado, haya más agentes que confían en *p*, que agentes que desconfían en *p*. Por otra parte, la citada definición permite comprender que la confianza es, además, *contingente* pues, en cuanto evaluación probabilística, dependerá de los factores que se tengan en consideración para realizarla y estará sujeta a sus variaciones.

En los términos recién expuestos, la tesis de la confianza como objeto de protección permite captar, con mayor precisión que las anteriormente tratadas, un estado de cosas (existente o sólo deseable, eso dependerá de cada mercado en concreto) respecto de cuya verificación es razonable pensar que exista una expectativa estatal pues, como postulan sus defensores, la confianza genera incentivos para participar en el mercado. Este estado de cosas, además, es uno que, con relativa facilidad, puede reconocerse como afectado por la clase de conductas que me encuentro analizando. Mientras que, como dije, la relación entre la manipulación de mercado y la afectación a la función de canalización del ahorro en inversión, aunque posiblemente existente, parece más indirecta, la intuición indica que el hecho de que los precios de los valores

obra colectiva, originada en una serie de seminarios llevados a cabo en el King's College, Cambridge, entre 1985 y 1986.

⁸⁸ En el ámbito de la psicología cognitiva, Kahneman y Tversky demostraron que, a la hora de evaluar la probabilidad de que un evento incierto de cualquier tipo tenga lugar, los individuos se basan en una serie acotada de principios heurísticos, que les permiten evitar la compleja tarea de analizar probabilidades, para limitarse a emitir un simple juicio. Si bien estas operaciones suelen ser útiles, muchas veces conducen a severos errores sistemáticos, que llevan asociados sesgos cognitivos como el exceso de confianza (*overconfidence*), la aversión a las pérdidas (*loss aversion*), la retrospectiva (*hindsight*) y la disponibilidad (*availability*) (éstos son sólo un puñado de ejemplos, para un extenso desarrollo, *vid.* KAHNEMAN, D.; SLOVIC, P.; TVERSKY, A. (eds.), *Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*, Ed. Cambridge University Press, 1982). Estos hallazgos fueron el punto de partida para las denominadas “finanzas conductuales” (*behavioral finance*), desarrolladas a partir de la década de los '90, que cuestionan fuertemente fue la presunción de racionalidad de los inversores, a la que me referiré en el cap. III, apartado 2.4.2.

negociables en un mercado estén manipulados (y eso sea conocido) constituye un *input* que incidirá, en alguna medida, en el grado de probabilidad con la que los agentes interesados en volcar allí sus fondos juzgarán si hacerlo podrá resultar perjudicial para sus intereses económicos (por no poder establecer *ex ante* qué es lo que ocurrirá con el valor de sus inversiones). Sin embargo, en qué medida y con qué consecuencias es algo imposible de determinar con alcance general, inclusive si se piensa únicamente en agentes racionales: mientras algunos decidirán abstenerse de invertir, otros los harán de todos modos, en virtud de la tensión existente entre su desconfianza y la necesidad de encontrar un ámbito en el cual aplicar sus fondos excedentes (por ejemplo, para evitar una pérdida de valor segura, como la que se verifica en contextos inflacionarios, como el que históricamente ha caracterizado a la realidad argentina)⁸⁹.

Esto es lo que me lleva a pensar que, a pesar de los méritos señalados, la postura en cuestión, como mínimo, no logra captar un interés que efectivamente *pueda* ser tutelado por el orden jurídico y que, por lo tanto, justifique, desde el punto de vista de la racionalidad instrumental, la intervención estatal coactiva. En efecto, en cuanto individual y contingente, la confianza, al menos considerada en sí misma, no brinda pautas que permitan evaluar con validez general cuáles son los comportamientos que la afectan (y cuáles no) y en qué medida su criminalización pueda contribuir a garantizarla⁹⁰.

2.3. Una visión depurada: la tesis de los patrones de interacción de los agentes económicos

Desde una visión extremadamente crítica con respecto a las distintas teorías existentes, y a las consecuencias que la carencia de una postura única y adecuada genera para la aplicación del art. 284 CPE (según LO 5/2010, de 22 de junio), Paredes

⁸⁹ Acerca de la relación entre la confianza y el interés como motivadores de la acción humana, *vid.* GAMBETTA, D., *op. cit.*, pp. 222-224.

⁹⁰ Para una postura que excluye completamente que la confianza pueda ser un objeto merecedor de protección jurídica, *vid.* PÉREZ BARBERÁ, G., *Delitos de falsedad documental*, 2ª ed., Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2019, pp. 26-32. En el contexto de su análisis acerca de los delitos de falsedad documental (ubicados bajo el tít. de los “Delitos contra la fe pública”, al igual que el viejo art. 300.1 CP, antecedente del actual tipo penal de manipulación de mercado), este autor la define como “un estado mental” (un “hecho bruto”, en la terminología de Searle) y afirma que lo que constituye un objeto merecedor de tutela son los “hechos institucionales” (cuya existencia depende de lo que determine previamente el orden jurídico), respecto de los cuales los ciudadanos tienen un estado psíquico que no es la confianza, sino una verdadera “expectativa normativa”.

Castañón plantea que su mejor interpretación, desde un punto de vista político-criminal, es la que entiende que “el desvalor del hecho propio del delito de manipulación de precios consistiría en la alteración significativa (daño) que la conducta manipuladora produciría sobre los patrones de interacción de todos los agentes económicos participantes en el mercado; esto es, no solamente sobre los directamente afectados por la manipulación, sino sobre todos”⁹¹. De acuerdo con esa visión, la lesividad de esta clase de conductas radicaría en que, en un mercado manipulado, aquellos se verían obligados racionalmente a cambiar su forma de negociar para comportarse de modo más precavido, adoptando, antes de cualquier operación, determinadas salvaguardias, que traerían aparejados costos directos (por ejemplo, por la necesidad de llevar a cabo mayores medidas informativas) o de oportunidad (por ejemplo, por el retraso en la toma de determinadas decisiones de inversión). Este resultado lesivo tendría lugar sólo cuando la conducta manipuladora ocasione una alteración de los precios de tal entidad que la reacción esperable de los agentes económicos (actuales o potenciales) sea la de cambiar significativamente su manera de operar.

Según afirma el propio autor, su postura se aproxima mucho a las de la libre competencia y de la política económica sobre precios, pero pretende ser más precisa, al llevar a dichas formulaciones abstractas a un terreno observable en la realidad, concretamente, el de los comportamientos sociales llevados a cabo por los agentes del mercado. En este aspecto, la visión de Paredes merece aprobación: con respecto a la primera de aquellas tesis, identifica el bien jurídico con el estado de cosas existente (“normal”, en su terminología) y así supera una visión tan arraigada en el origen histórico de los tipos penales de manipulación de precios que, tal como expliqué, no sólo carece de correlato en los mercados de valores reales (en los que la competencia perfecta no existe), sino que tampoco representa un interés estatal acerca de cómo estos deben funcionar; y, en cuanto a la segunda, intenta plantear en términos concretos (no formalistas) la lesividad del fenómeno manipulativo. Este último objetivo no sólo debe

⁹¹ PAREDES CASTAÑÓN, J.M., *op. cit.* (2014), pp. 49-50. Acerca de los criterios que deberían fundar las decisiones de política criminal, el autor adopta una postura cercana a la que aquí defiendo, al afirmar que una interpretación de la manipulación como lesiva de un bien jurídico supraindividual, como la que él formula, es preferible a la de la protección del patrimonio individual de los demandantes de bienes (que también le parece perfectamente defendible), porque existen —y aquí cito— “razones morales para prohibir los comportamientos de manipulación de precios” y preservar los patrones de interacción “normales” y “moralmente aceptables (no fraudulentos)”. Si bien, en mi opinión, esta afirmación tiene como desacierto el intentar abordar desde la perspectiva de la lesión a un bien jurídico una cuestión que, en rigor, me parece que hace al plano de la ilicitud material, entiendo que ésta detecta un aspecto relevante desde esta última perspectiva, a la que le dedicaré el cap. IV.

compartirse porque apunta a fundar la intervención coactiva en razones legítimas, sino también por su mayor utilidad práctica desde el punto de vista de su justificación instrumental.

No obstante lo dicho, el problema de esta elaboración consiste en que, en el fondo, no logra captar un interés merecedor de tutela distinto al de la tesis de la confianza⁹². En efecto, los reajustes de conducta a los que se verían obligados los agentes en el contexto de mercados en los que los precios estén manipulados no son otra cosa que una exteriorización (un *output*) debida a que aquellos, a nivel subjetivo, consideran que existe una probabilidad alta de que participar en el mercado resulte perjudicial o, lo que es igual, a que desconfían del mercado. De hecho, esto es explícito en algunos pasajes de la exposición: a raíz de la manipulación (entendida en la extensión que aquel considera necesaria para que esté justificada la represión a través de los medios del derecho penal), los agentes para Paredes sufren una “desorientación cognitiva” (o también “pérdida de seguridad cognitiva”, de acuerdo con la terminología que él mismo utiliza) que provoca “desconfianza en el mercado”⁹³.

Es cierto, el autor parece advertir las limitaciones que el carácter individual y contingente de estas alteraciones en los patrones de conducta (en cuanto dependientes de un estado de confianza/desconfianza) presenta para erigirlas como bien jurídico, y se adelanta a cualquier objeción anclándolas a un baremo de racionalidad que está presente en todo su desarrollo. Sin embargo, esta precisión (que es una suerte de “correctivo” de su tesis), en mi opinión, sólo es necesaria porque su foco está puesto en el *output* del juicio probabilístico que realiza cada agente del mercado mientras que, tal como intentaré demostrar, no lo sería si se atendiera al plano de sus *input*.

3. CONCLUSIÓN

En el derecho positivo vigente en España y Argentina, las conductas de manipulación de mercado fueron rubricadas por los respectivos legisladores como

⁹² De otro lado, al preocuparse por los mayores costos directos en los que deben incurrir los agentes en el contexto de mercados manipulados, parece también otorgarle cierta relevancia al perjuicio patrimonial que esto significa para cada uno de ellos, eso sí, considerándolos en forma global o “colectivizada”, de acuerdo con la técnica generalmente utilizada en el ámbito del derecho penal económico.

⁹³ PAREDES CASTAÑÓN, J.M., *op. cit.* (2014), pp. 55-56.

delitos contra el “orden económico”. Superada la tradicional discusión acerca de la posibilidad de reconocer en este último un verdadero bien jurídico⁹⁴, los autores pertenecientes a uno y otro ámbito se esfuerzan por definir intereses dignos de protección legal que estén más específicamente referidos al mercado de valores y sean afectados en forma más directa por las conductas manipulativas.

A lo largo de este capítulo, creo haber demostrado que ninguna de esas formulaciones resulta completamente satisfactoria, en virtud de que justifican la criminalización de esta clase de comportamientos sobre la base de criterios instrumentales y contingentes, o bien meramente formales que, por lo tanto, no alcanzan a visibilizar razones estables y de peso para que aquella pueda considerarse legítima. A mi juicio, este panorama en el plano doctrinal es sintomático de la dificultad que, en general, suelen plantear los delitos de cuello blanco en lo relativo a la determinación y cuantificación de las lesiones que ocasionan⁹⁵. Pero lo preocupante es que esa situación de confusión general, tal como se introdujo en la sección introductoria y se verá con mayor detalle en la segunda parte, se traslada a los ámbitos de *enforcement* de la legislación que penaliza la manipulación de mercado, entre ellos, en lo que aquí interesa especialmente, la jurisprudencia.

En virtud de estado de cosas, entiendo que debe compartirse la propuesta de adoptar un análisis más “a ras de suelo”, planteada por Paredes Castañón⁹⁶. En particular, creo que esta idea de llevar el análisis jurídico a un plano más concreto, más conectado con la realidad en la que se pretende intervenir con el derecho (y, particularmente, con el derecho penal), debe ir de la mano de un enfoque de los problemas que plantea la tipología delictiva en cuestión a la luz de lo que dictan las ramas del conocimiento que se dedican a estudiar las dinámicas que rigen al mercado y

⁹⁴ Para una reseña acerca de esta histórica controversia en España, *vid.* MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C., *op. cit.* (2016), pp. 170-173. En Argentina, sus principales exponentes fueron Soler (SOLER, S., “El llamado Derecho Penal Económico”, *Revista Mexicana de Derecho Penal*, 4ª época, n° 17, 1975) y Aftalión (AFTALIÓN, E., “Acerca del Derecho Penal Bancario y Financiero”, *Revista Jurídica La Ley*, 1979 [cita *online* TR LALEY AR/DOC/14807/2001]).

⁹⁵ “[L]os delitos de cuello blanco suelen ser cometidos por medios no violentos, causan daños no corporales (como por ejemplo un perjuicio financiero o el daño a una institución) y ocurren en un lugar no específico y durante un periodo de tiempo difícil de concretar. [...] [T]ambién tienden a implicar daños que son más difíciles de identificar que los derivados de la delincuencia común. [...] [E]xisten daños significativamente indirectos, difusos y acumulativos causados por tales conductas, y éstos son difíciles de cuantificar (por ejemplo, la pérdida de confianza por parte de los inversores y los consumidores, la desconfianza en el sector público y la toma de malas decisiones por los funcionarios públicos)” (GREEN, S., *op. cit.* [2013], pp. 69-70).

⁹⁶ PAREDES CASTAÑÓN, J.M., *op. cit.* (2014), p. 42.

al comportamiento de sus participantes. Esta perspectiva interdisciplinaria es, al menos en este campo, imprescindible para evitar llegar a conclusiones en el ámbito teórico que sean inútiles a la hora de legislar y, más aún, de tratar los casos reales.

A pesar de las críticas formuladas, lo que, a mi entender, puede sacarse “en limpio” de las distintas (y tan divergentes entre sí) posturas de los autores es que el interés que, en última instancia, todas parecen pretender preservar a través de la prohibición penal de la manipulación es la canalización del ahorro en inversión, como finalidad inherente a todo mercado de capitales. Lo que quedaría pendiente, entonces, es establecer qué es lo que específicamente afecta aquella clase de conductas y que hace que dicha función se vea menoscabada. A partir de esta consideración, y con el auxilio de herramientas conceptuales provistas por la teoría de las finanzas, en el capítulo siguiente intentaré identificar ese interés y explicar cuáles son las dinámicas con las que ocurre su lesión, así como también lo relativo a la extensión que ésta presenta.

CAPÍTULO III

EL INTERÉS LESIONADO POR LA MANIPULACIÓN DE MERCADO

Sumario: 1. Punto de partida: el precio como vehículo de información. 2. La manipulación de mercado como lesión a la función informativa del precio. 2.1. La función informativa del precio como interés merecedor de protección jurídico-penal. 2.2. Prueba de rendimiento: la función informativa del precio vs. otros intereses identificados en las tesis del bien jurídico. 2.3. Primera aproximación a la lesividad abstracta del fenómeno manipulativo: la hipótesis de eficiencia de los mercados. 2.4. Tipologías comisivas y grados de lesividad. 2.4.1. Necesaria referencia a los “mecanismos de eficiencia del mercado”. 2.4.2. Los “mecanismos de eficiencia del mercado” aplicados a las tipologías de manipulación. 2.4.3. Excurso: las finanzas conductuales. 2.5. ¿Lesión efectiva o puesta en peligro de la función informativa del precio? 3. Conclusión.

1. PUNTO DE PARTIDA: EL PRECIO COMO VEHÍCULO DE INFORMACIÓN

Al describir el contexto en el que se despliegan las conductas manipulativas a cuyo estudio se dedica el presente trabajo⁹⁷, expliqué que las transacciones que se llevan a cabo en el mercado financiero tienen por objeto activos intangibles, es decir, que no tienen propiedades físicas que los inversores puedan percibir a través de sus sentidos y que, de este modo, les permitan valorar el atractivo que reviste su compra o su venta. En el caso de los activos financieros, este último dependerá del valor que los inversores le asignen a una serie de propiedades inmateriales, entre las cuales, la más determinante es la *predictibilidad de retornos*, es decir, la factibilidad con la que el activo en cuestión los generará (o, a la inversa, del riesgo de que no lo haga)⁹⁸.

En los mercados bancarios, en principio, los riesgos son reducidos, en virtud de la intermediación realizada por las entidades financieras. En cambio, en los mercados de valores éstos son mayores y, sobre todo, más inciertos, porque están directamente sujetos a los rendimientos (riesgo de empresa) o a la capacidad de pago del emisor

⁹⁷ Vid. cap. I, apartado 1.

⁹⁸ FABOZZI, F., MODIGLIANI, F.; JONES, F., *op. cit.*, pp. 170-176. Allí se especifican once propiedades de los activos financieros, a saber: proximidad al dinero, denominación y divisibilidad, reversibilidad, flujo de fondos, plazo de vencimiento, convertibilidad, moneda de emisión, liquidez, predictibilidad de retornos, complejidad y tratamiento impositivo.

(riesgo de crédito), según se trate de valores negociables de renta variable o fija, respectivamente. La dificultad para determinarlos radica en que la mayor parte de la *información* necesaria para evaluar la predictibilidad de retornos no está disponible para la totalidad de los inversores (actuales o potenciales), sino que está en poder de los emisores.

A raíz de aquella circunstancia, en los mercados regulados, generalmente, las emisoras deben cumplir con deberes informativos más o menos intensos⁹⁹. Éstos, en sustancia, las obligan a revelar al público cualquier información de la que dispongan y que sea relevante para determinar el riesgo del valor negociable del que se trate¹⁰⁰. Esta regla, sin embargo, no alcanza: aun cuando la información esté disponible para el público, para saber qué es lo que “dice”, son necesarios conocimientos específicos y herramientas técnicas de procesamiento, con las que cuentan sólo un puñado de participantes profesionales (analistas, calificadoras de riesgo, inversores institucionales, etc.).

En estas condiciones de *asimetría informativa*, el *precio* actúa como vehículo de información. Me permito transcribir a continuación una analogía de Londoño Martínez, que creo sumamente eficaz para ilustrar a qué me refiero:

“Considérese el mercado del vino. Sin otro medio más que la referencia del precio solicitado en un establecimiento comercial, un comprador no entendido en vinos podrá identificar calidades de vino –cuanto menos ciertos tramos– y decidir en función de ello el destino del gasto a realizar; pagando por ejemplo un alto precio si busca agasajar a los comensales en el marco de una importante cena; o bien uno inferior si busca un vino corriente, de consumo diario. El precio servirá entonces como una primera –pero posiblemente bastante eficaz– guía de captación del “valor” del vino. Todo ello sin necesidad de consultar directamente a un sommelier (analista financiero), revisar una guía con calificación o recomendaciones de vino (calificadora de riesgos), ni aún leer la etiqueta para conocer detalles del producto (prospectos de información, informes contables, etc.)”¹⁰¹.

⁹⁹ Junto con esos deberes, las regulaciones suelen prever prohibiciones administrativas e, inclusive, penales para que quienes, en virtud de distintas razones (funcionales, casuales o hasta delictivas) tomaron conocimiento de información que aún no tomó estado público, no puedan utilizarla para realizar negociaciones, ni suministrarla a otros (*insider trading*).

¹⁰⁰ En rigor, las regulaciones que imponen este tipo de obligaciones, generalmente, hacen referencia a información que, de ser conocida por el público inversor, influiría sensiblemente sobre el precio del valor negociable del que se trate (esto es lo que se conoce como *price sensitive information*). Aquí, por razones expositivas, omito intencionalmente la referencia al precio, dado que la relación entre información y precio se explica en las páginas que siguen.

¹⁰¹ LONDOÑO MARTÍNEZ, F., *op. cit.* (2013), pp. 80-81. Allí, el autor define un concepto pre-normativo de manipulación de mercado, sobre la base de un exhaustivo estudio. Esas reflexiones han sido una importante inspiración para el desarrollo del presente apartado.

En particular, en los mercados secundarios, dado que el precio se forma a partir de la interacción de la oferta y de la demanda (aunque, como ya dije, en condiciones de competencia imperfecta¹⁰²), sus fluctuaciones comunican un mensaje que es recibido e interpretado por los participantes. Entonces, por ejemplo, si, tras la publicación de los estados contables de una empresa, sus acciones suben, los inversores medios podrán entenderlo como una señal positiva acerca de que la situación económica y financiera de esa emisora es prometedora, aun cuando no estén en condiciones de revisar aquella documentación. Y lo mismo ocurrirá a la inversa, en el caso de que las acciones se depreciaran.

2. LA MANIPULACIÓN COMO LESIÓN A LA FUNCIÓN INFORMATIVA DEL PRECIO

2.1. La función informativa del precio como interés merecedor de protección jurídico-penal

Con lo dicho hasta aquí, es claro que el precio de cotización de cada valor negociable *informa* acerca de las propiedades intangibles que los tornan más o menos atractivos para los participantes del mercado. Asimismo, podrá advertirse que el hecho de que esta *función informativa* se cumpla en forma generalizada en los mercados secundarios es tremendamente importante. Sin ésta, los inversores que no tienen a disposición la información o la capacidad de procesamiento necesarios para evaluar los riesgos asociados a un determinado valor negociable (que son la mayoría) carecerían de un parámetro objetivo para establecer si su adquisición les generará retornos. No podrían, por ejemplo, conformar sus expectativas racionales acerca de que un emisor cuenta con la solvencia necesaria para cumplir con el cronograma de pagos establecido al momento de la emisión, o acerca de que el precio de una acción seguirá subiendo y que ello les permitirá beneficiarse con la diferencia entre el precio de compra y un futuro precio de venta más alto.

Esta función es, por tanto, una *condición necesaria* para que haya demanda de valores negociables en el mercado secundario y, dado que sin demanda no hay mercado, puede afirmarse que es inclusive *constitutiva* de este último pues, sin ésta, no

¹⁰² Vid. cap. II, apartado 2.1.1.

existiría¹⁰³. A su vez, teniendo en cuenta que, como se dijo oportunamente, este ámbito de negociación brinda la liquidez necesaria para compensar la renuncia al poder adquisitivo que significa la inversión de valores negociables (y genera otra fuente de posibles ganancias), en definitiva, todo el atractivo del mercado de capitales depende de que esta función se cumpla debidamente.

Es cierto, a lo que acabo de afirmar podría objetársele que, en realidad, lo único que no se verificaría en caso de que la función informativa no se cumpliera es la demanda de valores negociables por parte de inversores desprovistos de conocimientos técnicos, mientras que quedaría intacta la de los participantes profesionales del mercado (capaces de obtener la información o de interpretarla en forma autónoma) o la de los especuladores. Sin embargo, al margen de consideraciones de orden deontológico (que, en esta sección, quiero deliberadamente evitar), alcanza con observar, desde una mirada netamente instrumental, que un mercado exclusivamente conformado por una minoría elitista de agentes sería, sin lugar a duda, más reducido en su volumen de negociación que uno potencialmente apto para atraer a todo aquel ciudadano que posea fondos excedentes. A menor potencia, menor movilización de capitales y, por lo tanto, menor disponibilidad de financiamiento. En suma, el mercado existiría, pero no con el alcance que se considera deseable para todo sistema económico.

En estas condiciones, podrá compartirse que el hecho de que los precios del mercado secundario cumplan la función informativa a la que vengo refiriéndome constituye un verdadero *interés público*, en el sentido de que contribuye a la calidad de vida de la comunidad en general, en tanto posibilita la existencia de un espacio crucial para la transferencia de capital a gran escala, desde aquellos que lo tienen en exceso hacia aquellos que lo requieren para la realización de proyectos tales como la construcción de obras de infraestructura o la puesta en marcha de emprendimientos productivos que redundan, a su vez, en el bienestar de cada uno de los individuos que la conforman¹⁰⁴.

¹⁰³ Sobre las condiciones constitutivas de los mercados formales como intereses dignos de protección jurídico-penal, *vid.* VERDE, A., *La receptación como delito contra el mercado formal*, Ed. Marcial Pons, Buenos Aires, 2019, pp. 156-164.

¹⁰⁴ Así entendido, el interés adquiere relevancia autónoma con relación a los intereses individuales, lo cual no excluye que su protección jurídico-penal está legitimada justamente porque se trata de un “interés predominante en la sociedad” que sirve “al mejor desarrollo personal de cada uno de los individuos que la conforman” (CORCOY BIDASOLO, M., “¿Cabe limitar la expansión del Derecho Penal pese a proteger

2.2. Prueba de rendimiento: la función informativa del precio vs. otros intereses identificados en las tesis del bien jurídico

Antes de avanzar, pondré a prueba mi propuesta a partir de las críticas que, en el primer capítulo, ensayé con relación a los distintos bienes jurídicos que, de acuerdo con la doctrina especializada hispanoamericana, son vulnerados por la manipulación de mercado.

Al criticar la tesis de la libre competencia, concluí que, aun cuando sea posible superar las objeciones que tradicionalmente se esgrimen en su contra, no puede reconocerse en la libre competencia un verdadero interés digno de protección penal, sino únicamente una herramienta que contribuiría al cumplimiento de la función de canalización del ahorro en inversión, en función de la eficiencia en la asignación de recursos a la que, de acuerdo con una determinada concepción de la economía, aquella conduciría. La función informativa del precio, en cambio, no es un factor instrumental, sino, como expliqué, una condición necesaria para que los mercados secundarios existan con el alcance exigido para que aquella finalidad central del mercado de valores pueda cumplirse. Por otra parte, con respecto a esta última, a la que también caractericé como merecedora de tutela, la función informativa es preferible en el contexto de un discurso *de lege ferenda*, porque, al verse afectada en forma más directa por las conductas manipulativas y al tener un mayor grado de concreción, permite, como enseguida se verá, derivaciones de gran provecho práctico.

De otro lado, la perspectiva que propongo visibiliza el contenido del interés con base en el cual podría estar justificada la intervención coactiva y lo hace de un modo indiscutiblemente conectado con el bienestar de la comunidad por lo que, en un plano de legitimidad de la normativa penal, resulta preferible al formalismo de la tesis de la política económica de precios.

Por otra parte, si la función informativa a la que vengo haciendo referencia se cumple, los participantes del mercado están en condiciones de “confiar” en el mercado. En efecto, en la medida en que el precio comunique las propiedades de los valores

nuevas modalidades delictivas?”, en AA.VV. *Dogmática Penal del tercer milenio. Libro homenaje a los profesores Eugenio Raúl Zaffaroni y Klaus Tiedemann*, Ed. ARA Editores, Lima, 2008, p. 157).

negociables que realmente poseen, éstos pueden tomar decisiones verdaderamente ajustadas a las posibilidades de rendimientos que sus inversiones entrañan. Esto es lo que, en definitiva, les permite considerar subjetivamente que es más probable que el mercado no los perjudique y, en consecuencia, arribar a aquel estado mental cuya presencia generalizada, como se dijo, es tan deseable como incontrolable. En este sentido, la función informativa, además de constituir un interés puede ser efectivamente protegida estatalmente, a diferencia de lo que ocurre con la confianza, en virtud de su carácter subjetivo y contingente.

En cuanto *input* del juicio probabilístico que conduce a la confianza, la función informativa del precio es, a su vez, la condición a partir de la cual se forjan los patrones de conducta a los que hace referencia la tesis de Paredes Castañón cuya alteración, como observé, no es otra cosa que una consecuencia de la pérdida de aquella.

2.3. Primera aproximación a la lesividad abstracta del fenómeno manipulativo: la hipótesis de eficiencia de los mercados

Hasta aquí, creo haber dado razones suficientes para que pueda verse un interés digno de protección en la función informativa que el precio ejerce en el contexto de los mercados secundarios, así como también para preferir a dicha conceptualización por sobre aquellas ensayadas por la doctrina especializada. Es necesario ahora puntualizar por qué considero que la manipulación de mercado es una clase de conducta que, en abstracto, es idónea para afectar a dicha función.

En el caso de las formas de manipulación operativa por vía directa, ello no requiere mayores explicaciones. En efecto, esta subclase de conductas se caracteriza porque el participante ejerce un poder de mercado (en términos de volumen) tal, que las transacciones que realiza él mismo o junto con otros participantes relacionados bastan para incidir directamente en el precio (en función de las leyes de la oferta y de la demanda) y, con ello, éste inmediatamente pasa a “comunicar” propiedades inconsistentes con las que realmente posee el valor negociable al que se refiere. Esto es lo que acontece, por ejemplo, cuando las ventas o compras de un participante, en proximidad del horario de finalización de la negociación, alcanzan para marcar el precio

de cierre (*marking the close*)¹⁰⁵, o bien cuando el tomador de una posición larga en un contrato de futuros¹⁰⁶ lleva a cabo una maniobra de *abusive squeeze*, por la que logra controlar la oferta del activo subyacente a punto tal que por sí solo incide en el precio que deberán pagar por él sus contrapartes para cumplir con sus obligaciones. Lo mismo se verifica cuando dos partes concertadas realizan órdenes cruzadas ilícitas, y lo hacen por volúmenes tan altos que con ello determinan directamente el precio¹⁰⁷.

En cambio, la explicación requiere de mayores precisiones cuando la injerencia en el precio se realiza en forma indirecta, en virtud del comportamiento que asumen otros participantes del mercado, a partir de las conductas manipulativas. Para ofrecerlas de un modo que, en el contexto de un análisis *de lege ferenda*, como el que vengo realizando, reporte la mayor utilidad práctica posible (lo que, como dije, muchas veces se echa de menos en la bibliografía europeo-continental dedicada a esta clase de conductas), debo por un momento abandonar el discurso jurídico, para adentrarme en el terreno de la teoría de las finanzas en cuyo ámbito, al menos desde mediados del siglo XX, se ha estudiado ampliamente la relación existente entre la información y el precio de cotización de los valores negociables. Entre estos trabajos, aquel que goza de mayor reconocimiento¹⁰⁸, al menos en el plano regulatorio¹⁰⁹, es la denominada “Hipótesis de Eficiencia de los Mercados” (*efficient market hypothesis*), elaborada en la década de 1970¹¹⁰ por el estadounidense Eugene Fama.

¹⁰⁵ Para una descripción de las distintas tipologías manipulativas que se mencionan, *vid.* cap. I, apartado 2.2.

¹⁰⁶ Quien toma una “posición larga” se compromete a su compra, con la previsión de que el precio del bien subyacente alcanzará un valor más elevado que el pactado. Para una definición de “contrato de futuro”, *vid.* nota 36.

¹⁰⁷ Entre las prácticas enunciadas como ejemplos de manipulación por injerencia directa en el precio existen, sin embargo, diferencias en el plano de la ilicitud material, que serán tratadas en el siguiente capítulo.

¹⁰⁸ “I believe there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis. That hypothesis has been tested and, with very few exceptions, found consistent with the data in a wide variety of markets: the New York and American Stock Exchanges, the Australian, English, and German stock markets, various commodity futures markets, the Over-the-Counter markets, the corporate and government bond markets, the option market, and the market for seats on the New York Stock Exchange” (JENSEN, M., “Some anomalous evidence regarding market efficiency”, *Journal of Financial Economics*, vol. 6, 1978, p. 95).

¹⁰⁹ Sus conclusiones han sido adoptadas por el mundo jurídico estadounidense (pionero en esta temática) a punto tal que ha servido como base teórica del valor que la SEC le asigna a la precisión y la completez de la información y anima gran parte de la actuación de dicho organismo. Por ejemplo, ha sido utilizada como fundamento de la regulación de los deberes informativos exigidos por ese organismo a los emisores. Para una profundización sobre este punto, *vid.* HU, H., “Efficient Markets and the Law: A Predictable Past and an Uncertain Future”, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 4, 2012.

¹¹⁰ El *paper* titulado “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” (FAMA, E., *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, 1970) es generalmente considerado como la piedra fundacional de

Su postulado teórico es el siguiente: en el contexto de un mercado en el que los sujetos son completamente racionales y las transacciones de mercado no generan costos, los precios de los valores negociables reflejan completamente, en cualquier momento en el tiempo, toda la información disponible. En condiciones de mercado perfecto como las que acabo de señalar, esta conclusión sería, prácticamente, obvia¹¹¹. Sin embargo, lo curioso (y que hace de la EMH una teoría realmente relevante) es que, sin perjuicio de ciertas anomalías verificadas en la praxis¹¹², generalmente, los mercados reales (esto es, donde sí existen los costos de transacción y los inversores no son siempre racionales) responden de forma eficiente, cuanto menos, a la información disponible para el público. Más precisamente, lo que los distintos tests sobre los cuales se basó Fama comprobaron es que el precio actual de los valores negociables refleja la *información pasada* (“hipótesis de eficiencia débil”) y toda la *información cuya disponibilidad para el público es obvia* (“hipótesis de eficiencia semi-fuerte”), mientras que lo único que quedaría fuera es la información privada (“hipótesis de eficiencia fuerte”). En otras palabras, a pesar de las barreras a la eficiencia, los precios incorporan la información relevante *como si* todos los que intervienen en los mercados secundarios estuvieran al tanto de ésta¹¹³.

Llevada la EMH al contexto que aquí interesa, lo trascendente de sus conclusiones es que éstas no se limitan a la información verdadera (o correcta). En efecto, todo lo que determina que la información se incorpore de forma relativamente eficiente al precio es su *disponibilidad*, aun si aquella es falsa (o incorrecta). De este modo, en una primera aproximación, el potencial lesivo de la manipulación *information-based* se explica porque, cuando alguien divulga información, lo que hace es justamente “ponerla a disposición” de otros participantes, para que éstos creen en su veracidad y operen en el mercado, con las consecuencias que esto puede conllevar para el precio de cotización del valor en cuestión. Algo similar ocurre cuando la

esta teoría. Sin embargo, como el mismo Fama ha reconocido, los estudios empíricos en los que se fundó se remontan a la década del cincuenta. En 2013, Fama, fue cogalardonado con Premio del Banco de Suecia en Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel por sus trabajos empíricos acerca del precio de los activos.

¹¹¹ “Simply put, the thesis is this: in a well-functioning market, the prices of capital assets (securities) will reflect predictions based on all relevant and available information. This seems almost trivially self-evident to most professional economists – so much so, that testing seems almost silly” (SHARPE, W., “Discussion”, *Journal of Finance*, vol. 25, 1970, p. 418).

¹¹² En JENSEN, *op. cit.*, pp. 97-100, se presentan algunas de estas anomalías.

¹¹³ *Vid.* BEAVER, W., “Market Efficiency”, *The Accounting Review*, vol. 56, n° 1, 1981, donde se precisa la definición de eficiencia del mercado en el sentido aquí indicado.

manipulación indirecta se realiza por medio de operaciones (cuyo volumen no alcance por sí solo para modificar el precio): en estos casos, las transacciones mismas constituyen “información disponible” para otros participantes quienes, a partir de la impresión que éstas les generan, pueden negociar y, como producto de ello, incidir sobre la cotización.

En el apartado siguiente, intentaré complejizar el contenido de estas afirmaciones preliminares, con el objetivo de lograr distinciones entre las distintas categorías de manipulación de mercado y sus respectivas tipologías.

2.4. Tipologías comisivas y grado de lesividad relativa

2.4.1. Necesaria referencia a los “mecanismos de eficiencia del mercado”

Si bien las comprobaciones empíricas de la EMH justifican, a mi juicio, suficientemente el aserto acerca de la lesividad abstracta de la manipulación de mercado como clase de conducta, dicha teoría no alcanza a explicar cuáles son las dinámicas que concretamente determinan que el precio incorpore de modo eficiente la información disponible para el público.

En el ámbito jurídico, este aspecto ha sido ampliamente tratado por los profesores de derecho societario y financiero Gilson y Kraakman¹¹⁴, para quienes la menor o mayor velocidad con la que la información es incorporada al precio de cotización depende de su *grado de distribución inicial*. Esto significa que, cuando su disponibilidad es generalizada, ésta impacta con un alto nivel de eficiencia mientras que, cuando su acceso está reducido a unos pocos, lo hace de modo ineficiente.

En particular, los mencionados autores distinguen cuatro grados de distribución inicial, a los cuales van asociados cuatro mecanismos de eficiencia del mercado. El primero de estos mecanismos es la “negociación universalmente informada”

¹¹⁴ Sus trabajos sobre esta temática se extienden a lo largo de tres décadas: GILSON R.; KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, vol. 70, n° 4, 1984; “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, *Journal of Corporation Law*, vol. 28, n° 4, 2003; “Market Efficiency after the financial crisis: It’s still matter of information costs”, *Virginia Law Review*, vol. 100, n° 2, 2014.

(*universally informed trading*¹¹⁵), que tiene lugar cuando la información se encuentra disponible para todos los participantes del mercado (sin costos, ni demoras en su adquisición) y éstos, de hecho, la conocen, de manera tal que se incorpora rápidamente al precio de mercado, con una eficiencia cercana a la perfección¹¹⁶. Y el segundo es la “negociación profesionalmente informada” (*professionally informed trading*¹¹⁷), que se verifica con respecto a la información pública que, por distintas razones¹¹⁸, no alcanza los niveles universales de distribución a los que acabo de hacer referencia. Pese a ello, su incorporación al precio ocurre de modo altamente eficiente cuando quienes operan con ella, aunque sean un número restringido de participantes, manejan un volumen significativo de las negociaciones¹¹⁹.

En cambio, en los casos en los que el acceso inicial a la información es (prácticamente) monopolístico, la información ingresa al mercado a través de un número muy reducido de operadores, cuyo volumen de negociación no alcanza para lograr una rápida incorporación al precio. Allí es donde tiene lugar la “negociación informada por derivación” (*derivatively informed trading*¹²⁰), mediante la cual se logra cierto grado de eficiencia a partir de la “filtración de información” generada por las operaciones mismas. Esta puede asumir dos modalidades: decodificación de las transacciones o decodificación del precio. En el primer caso, los participantes carentes de información la obtienen mediante la observación de la actividad de los participantes informados. En otras palabras, en función de la identidad de éstos últimos, los primeros deducen si las operaciones podrían estar motivadas en la posesión de información y operan en consecuencia¹²¹. En cuanto al segundo, los participantes únicamente interpretan datos anónimos acerca del precio y volumen de negociación y los confrontan con la información de la que disponen y/o sus expectativas acerca de lo que otros pueden

¹¹⁵ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), pp. 568-569.

¹¹⁶ Un ejemplo de esta clase información son las noticias de suma trascendencia, que son conocidas por todos los participantes en forma simultánea, o bien noticias comunicadas masivamente luego de los horarios de cierre de los mercados, lo que garantiza un amplio conocimiento generalizado en forma previa a la apertura de las negociaciones.

¹¹⁷ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), pp. 569-572.

¹¹⁸ Por ejemplo, la interpretación de los datos contenidos en los estados contables publicados por el emisor suele requerir conocimientos técnicos que gran parte de los inversores no poseen.

¹¹⁹ Este mecanismo explica por qué cierta información que no es conocida por todos, pero sí por una parte significativa de quienes integran el mercado, puede ser considerada pública, a pesar de no serlo en rigor.

¹²⁰ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), pp. 572-579.

¹²¹ Esta forma de filtración puede existir sólo en aquellos entornos de negociación en los que la identidad de los participantes se encuentra publicada y, por lo tanto, puede ser vista por el resto. Esto último es poco frecuente en los mercados modernos, por lo que se trata de un fenómeno raramente presente en la práctica.

conocer. Cuando las variaciones en esos indicadores (precio-volumen) son inexplicables salvo en caso de que alguien esté operando sobre la base de información, aquellas mismas son indicativas de su presencia. Esta última forma de “filtración de la información” puede, a su vez, clasificarse en dos subcategorías: una fuerte, que ocurre cuando el participante logra interpretar específicamente el dato desconocido, y una débil (más frecuente), que implica que el participante únicamente deduce si se trata de un dato favorable o desfavorable. En suma, la “negociación informada por derivación”, ya sea que opere a través de la decodificación del precio o de las transacciones, permite que la información sea incorporada al precio en forma más amplia a lo que ocurre solamente a través de las transacciones realizadas por los pocos participantes que la poseen, pero ciertamente de un modo más acotado que si la distribución inicial de la información fuera mayor. En síntesis, esta garantiza un nivel de eficiencia relativa (ni total eficiencia, ni total ineficiencia), producto de la convergencia entre los esfuerzos que requiere obtener la información y las posibilidades de decodificarla.

Por último, Gilson y Kraakman distinguen la denominada “negociación no informada” (*uninformed trading*¹²²), que es el mecanismo de eficiencia por el cual, en el largo plazo, se incorporan al precio los pronósticos y estimaciones acerca del futuro (información en sentido lato) de cada uno de los participantes. Al respecto, señalan los autores que la elaboración de predicciones acerca del futuro descansa en variables tales como las creencias de quien la lleve a cabo, sus competencias y conocimientos específicos, así como también los hechos secundarios sobre los que se base para inferir la (no) factibilidad de un hecho futuro. Todas éstas están “disponibles” en el mercado, pero no lo están para los participantes individualmente considerados. En efecto, cada uno de ellos posee sólo una porción de esos conocimientos, capacidades, datos, etc., lo que conlleva que cada pronóstico presente aciertos, errores y sesgos que los distinguen de otros. Pese a esto, el precio de mercado resultante de las transacciones realizadas sobre la base de las predicciones individuales termina reflejando un pronóstico globalmente más acertado que el contenido en cada una de aquellas. En otras palabras, a pesar de que cada participante, como consecuencia de que sólo cuenta con una porción de los elementos relevantes para predecir el futuro, posee una visión sesgada acerca éste, la acumulación de visiones depurará esos sesgos de manera tal que el precio es resultado de un único y más preciso pronóstico acumulativo.

¹²² GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), pp. 579-588.

Los mecanismos anteriormente descritos explican por qué los distintos niveles de eficiencia con los que el precio de mercado se adapta a la información disponible dependen del grado de distribución inicial de esta última: a menor distribución inicial de determinada información, menor la velocidad con la que ésta se incorporará al precio y, en consecuencia, menor eficiencia. Al respecto, es lógico preguntarse acerca de cuáles son los factores que determinan un mayor o menor grado de distribución inicial.

Aquel interrogante también ha sido ampliamente desarrollado por Gilson y Kraakman, quienes encuentran su respuesta en otro mercado íntimamente vinculado con el de capitales: *el mercado de la información*. De acuerdo con la clasificación adoptada por ellos, el citado mercado se estructura en función de tres tipos de costos¹²³:

1) costos de obtención: éstos varían según se trate de quien da origen a la información o de quien la recibe. Para el primero, están dados por los costos de producción de la información misma (como podría ser en el caso de una innovación o de un descubrimiento). Para el segundo, en cambio, los costos son los que demanda asegurar el acceso a la información producida por un tercero. Éste puede realizarse con la colaboración de quien genera la información o en contra de sus esfuerzos.

2) costo de procesamiento: una vez obtenida, la información debe ser analizada. Tanto para quien la origina, como para quien la recibe, este costo coincide con los recursos técnicos y el capital humano necesario para llevar a cabo esa tarea.

3) costo de verificación: por último, la verificación consiste en la determinación acerca de la calidad de la información. Para su generador, su costo depende de la inversión necesaria para establecer su exactitud. Algo similar le ocurrirá al receptor, quien también podrá incurrir en costos para corroborar la credibilidad de quien la originó.

Desde sus respectivas posiciones, cada uno de los participantes del mercado de capitales incurren en cierta medida en estos costos, a fin de contar con los elementos necesarios para la toma de sus decisiones de inversión. Naturalmente, éstos buscan reducirlos, dando lugar a distintos mecanismos.

Comienzo por la obtención de la información. Cuando ésta sea distribuida generalizada y gratuitamente por el responsable de originarla (por ejemplo, el emisor),

¹²³ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), pp. 594-595.

su costo será nulo o muy bajo. Lo mismo ocurre cuando la prensa especializada en finanzas publica novedades en medios de comunicación masiva. En todos estos casos, los participantes adquieren la información prácticamente sin incurrir en costos. Puede darse también que el generador desee difundir la información, pero sin afrontar los costos que acarrea el hecho de hacerlo. Para ello, suelen existir iniciativas tanto públicas como privadas que facilitan esa distribución, por ejemplo, a través de programas por los que un representante del emisor se reúne con organizaciones de profesionales del mercado a quienes les presenta las novedades¹²⁴, o bien en virtud la existencia de ciertos deberes de comunicación que los ordenamientos ponen en cabeza de los emisores y otros participantes del mercado de capitales¹²⁵. En cambio, cuando quien genera la información evita que ésta sea difundida (por ejemplo, para proteger a su producto frente a plagios), el mercado responde con otras técnicas de obtención tales como la investigación, el monitoreo del comportamiento del generador e, inclusive, otras más invasivas tales como el espionaje industrial¹²⁶. Obviamente, todas estas últimas representan altos costos.

En el caso del procesamiento de la información, la economización de sus costos se da a través de la contratación de servicios de análisis bursátil provistos por profesionales o firmas especializadas. En efecto, sobre todo cuando se trata de firmas de gran envergadura, éstas logran economías de escala para el aprovechamiento de los recursos humanos y técnicos (*hardware* y *software*) necesarios para llevar a cabo la tarea en condiciones óptimas¹²⁷. En este segmento de los costos de información, también es sumamente relevante el rol que desempeña la prensa especializada, al difundir su análisis de los datos de la realidad económica, así como también las conclusiones que infiere a partir de la información societaria y financiera de los emisores.

Por último, la verificación también da lugar a distintas estrategias para la reducción de sus costos. En primer lugar, puede ocurrir que el mismo generador de la información esté comprometido con dar señales al mercado acerca de su confiabilidad. Esto puede implicar para aquel la necesidad de invertir en la construcción de su

¹²⁴ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), p. 600.

¹²⁵ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), p. 601.

¹²⁶ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), p. 598.

¹²⁷ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), p. 601.

reputación (por ejemplo, a través de publicidad), cuyo valor se perdería si luego se revelara que la información no era de calidad. Otras veces, la figura de ciertos intermediarios puede cumplir un papel importante como garantía¹²⁸. En estos casos, puede ser la reputación de dichos intermediarios la que se pone en juego, como ocurre con las agencias que emiten una calificación de riesgos. O también puede ocurrir que el intermediario dé un mensaje de su confianza comprando el activo en cuestión para sí mismo, con el riesgo que ello implica si la información no fuera correcta. En cambio, en ausencia de cooperación por parte del generador de la información, sus receptores deben recurrir a los servicios de consultoría de profesionales del derecho o de las ciencias económicas quienes, si bien pueden dar lugar a economías de escala, suelen significar altos costos para quien los contrata. Frente a esto, una solución colectiva economizadora de costos de verificación emana de aquellos ordenamientos que establecen sanciones civiles y/o penales para quienes emitan información falsa o engañosa. Estas políticas, en efecto, implican que los comportamientos de este tipo resulten más costosos¹²⁹.

Sobre la base del análisis de los costos asociados a la información y de los mecanismos que se generan en el mercado con el objetivo de reducirlos, el gran aporte de Gilson y Kraakman consiste en haber detectado un paralelismo entre aquellos y los grados de eficiencia tradicionalmente previstos en la EMH.

2.4.2. *Los “mecanismos de eficiencia del mercado” aplicados a las tipologías de manipulación*

A partir de la sistematización de Gilson y Kraakman, pueden extraerse criterios de sumo provecho práctico para determinar el grado de lesividad relativa de las distintas tipologías de manipulación de mercado descritas por la literatura especializada.

Considérese la manipulación *information-based*: de acuerdo con lo observado por aquellos autores, el mayor grado de distribución inicial de la información contribuye a que el volumen de las negociaciones que se llevan a cabo con base en aquella sea alto y este último determina directamente la eficiencia de su incorporación al precio. De ahí que, para establecer el potencial lesivo de esta subclase de conductas (y compararlo con

¹²⁸ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), p. 604.

¹²⁹ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (1984), p. 605.

el de otras tipologías), sea útil atender a los medios a través de los cuales se divulga la información¹³⁰. Por ejemplo, la utilización de medios de comunicación masiva, como periódicos de gran tirada, comporta un alto grado de lesividad porque éstos son conocidos y efectivamente consultados por un público tan vasto que la información manipulativa alcanza no sólo a todos los participantes actuales del mercado (inversores profesionales, pequeños inversores, etc.), sino también a participantes potenciales que podrían verse atraídos a negociar a partir de aquella, de modo tal que podría dar lugar, inclusive, a negociaciones de mayor volumen que las que usualmente se llevan a cabo para una determinada especie. Un nivel de lesividad levemente inferior podrá obtenerse aun cuando la difusión sea únicamente realizada mediante publicaciones dirigidas a sujetos especializados o, inclusive, a través de comunicaciones privadas enviadas a destinatarios específicos, en la medida en que se trate de participantes que detenten un alto poder de mercado. Por último, cuando la información sólo alcance a participantes puntuales de escaso peso relativo, la eventual observación acerca de sus transacciones permitirá que otros saquen conclusiones y decidan negociar, determinando así algún impacto en el precio, aunque más lejano en el tiempo.

Algo similar puede predicarse con relación a la *puesta en escena de comportamientos externos al mercado*, con la salvedad de que, por tratarse de un mecanismo de divulgación de información indirecto, deberá atenderse a si ésta va acompañada en alguna medida por iniciativas destinadas a comunicarla o si, simplemente, se la lleva a cabo, de un modo que su conocimiento por terceros exija (o no) esfuerzos (por ejemplo, no es lo mismo si éste surge de una simple consulta por internet, que si fueran necesarias actividades de espionaje para lograrlo).

Por otra parte, en la manipulación *trade-based*, excluidos los supuestos de injerencia directa en el precio¹³¹, su lesividad se explica porque las operaciones mismas constituyen la “información” que se transmite y condiciona los presupuestos cognitivos de actuación de los restantes participantes. Ahora bien, en estos casos, el “medio” por el cual aquella se difunde no es otro que el mercado y, más precisamente, sus tableros, pantallas o, más modernamente, plataformas de negociación, con los datos que cada una de éstas exhiben en forma estandarizada, limitadamente controlable por los

¹³⁰ La postura aquí expuesta es compatible con la visión de Gilson y Kraakman acerca de los costos de información como factor determinante del grado de distribución inicial de la información.

¹³¹ En estos casos, no intervienen los “mecanismos” de la EMH, sino que la lesividad se explica por el poder de mercado ejercido y la interacción de las leyes de oferta y demanda (*vid.* apartado 2.3.).

participantes¹³². De esto deriva que, a diferencia de lo que ocurre con la manipulación informativa, el grado de distribución inicial de la información es, en principio, igual para todas las tipologías pertenecientes a esta subclase y no alcanza más que a los participantes actuales del mercado¹³³, quienes la incorporarán de acuerdo con el mecanismo de eficiencia descrito por Gilson y Kraakman como “negociación informada por derivación”. En cambio, lo que los participantes sí están en condiciones de determinar en mayor medida, e incide directamente en la eficiencia con que la información (acerca de las transacciones) se incorporará al precio, es el volumen que alcancen las operaciones manipulativas: a mayor volumen relativo (es decir, contextualizado con el volumen total de negociación para el valor negociable del que se trate), mayor capacidad de alcanzar escenarios de “negociación profesionalmente informada” y, por tanto, mayor lesividad; a la inversa, a menor volumen relativo, menor lesividad.

Por último, para las tipologías de tipo mixto informativo-operativo¹³⁴, la lesividad en abstracto surge de una combinación entre ambos factores, es decir, el alcance de la difusión de información y el volumen relativo de las operaciones manipulativas.

2.4.3. *Excurso: las finanzas conductuales*

La fundamentación de mi posición con relación a la lesividad en abstracto de las distintas tipologías comportamentales con base en la EMH, no implica desconocer la existencia de otras teorías a partir de las cuales han sido cuestionadas las conclusiones de aquella. Entre las críticas ensayadas, la que ha conseguido mayor reconocimiento, y sobre la que, por tanto, me interesa detenerme, es la de las finanzas conductuales

¹³² Dependerá de las particularidades de cada mercado que se exhiba (o no) la información relativa a las órdenes de compra o venta, con un detalle menor o mayor acerca de las cantidades, precio e identidad de los agentes que las cursan. Conocer este dato resulta de utilidad en los casos concretos porque, por ejemplo, podría conducir a excluir la lesividad en concreto de una práctica como la colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas, si éstas no llegaran a ser exhibidas por tratarse de órdenes a precio de disparo, cuya introducción en el mercado está condicionada a que el precio alcance un determinado valor.

¹³³ De allí deriva que, desde el punto de vista abstracto, en las tipologías operativas, no puedan verificarse escenarios de eficiencia como los descritos para la “negociación universalmente informada”.

¹³⁴ Entiendo por esto aquellas modalidades que complementan la difusión de información con la realización de operaciones en el mercado.

(*behavioral finance*), desarrollada desde la década de los '90 en adelante¹³⁵, a partir de la cual se cuestionó fuertemente fue la presunción de racionalidad de los inversores, que tan fundamental había sido para el desarrollo académico de la economía y las finanzas tradicionales.

Una de las elaboraciones que abrió ese camino fue el concepto de *noise trader*¹³⁶, cuyo primer uso en el contexto de las finanzas se remonta a un *paper* de Fischer Black, de fines del año 1985, en el que éste llamó la atención acerca del fenómeno por el cual, en los mercados, actúan personas que no operan sobre la base de información, sino de “ruido” (*noise*)¹³⁷. Si bien este autor no definió positivamente qué debía entenderse por *noise trader*, este concepto adquiriría significación por oposición al de operador racional, al que típicamente aludía el paradigma de la EMH.

Pero, al margen de visibilizar este aspecto de los mercados reales, el planteamiento de Black no implicaba verlo con malos ojos o con preocupación. Antes bien, éste consideraba que, no obstante el *noise trading* causara cierta imperfección de los mercados, también era una condición necesaria para su liquidez. En efecto, según su visión, si todos los participantes del mercado tomaran sus decisiones de inversión únicamente sobre la base de información y supieran que sus contrapartes también lo hacen de ese modo, terminarían inclinándose por no operar, ante la idea de que, necesariamente, una de las dos informaciones (aquella con la que ellos cuentan, o la de sus contrapartes) es equivocada¹³⁸. En cambio, la conciencia acerca de la existencia de información y “ruido”, por un lado, evita que alguien se abstenga de operar frente a aquel reparo (pues bien podría ser que sea el otro quien está equivocado) y, por el otro, genera incentivos para la búsqueda y obtención de información en sentido estricto, pues ésta es la que permite obtener rendimientos superiores a los de los *noise traders*.

¹³⁵ En esta sección, por su simpleza y claridad expositiva, seguiré la exposición de BURTON, E.; SHAH, S., *Behavioral Finance. Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates*, Ed. Wiley, 2013.

¹³⁶ Usualmente traducida al español como “operador ruidoso”.

¹³⁷ BLACK, F., “Noise”, *The Journal of Finance*, vol. 41, n° 3, 1986, p. 531: “Noise trading is trading on noise as if it were information. People who trade on noise are willing to trade even though from an objective point of view they would be better off not trading. Perhaps they think the noise they are trading on is information. Or perhaps they just like to trade.”

¹³⁸ “If there is no noise trading, there will be very little trading in individual assets. People will hold individual assets, directly or indirectly, but they will rarely trade them. [...] A person with information or insights about individual firms will want to trade, but will realize that only another person with information or insights will take the other side of the trade. Taking the other side’s information into account, is still worth trading? From the point of view of someone who knows what both the traders know, one side or the other must be making a mistake. If the one who is making a mistake declines to trade, there will be no trading on information” (BLACK, F., *op. cit.*, pp. 530-531).

Paradójicamente, estos señalamientos no condujeron a Black a criticar a la EMH, porque la actuación de los operadores racionales sería suficiente para devolver a los precios a su valor correcto, de manera tal que, a su criterio, el 90 % del tiempo los mercados serían eficientes¹³⁹. No obstante, en las décadas siguientes, eventos tan significativos como el *crash* bursátil de 1987¹⁴⁰ y la crisis global de 2008¹⁴¹ reforzarían la idea de que los operadores del mercado no siempre actúan de forma racional y de que, por lo tanto, la EMH no alcanza para explicar el mecanismo con el que se forman los precios.

Las principales críticas a la premisa de racionalidad de los inversores en sus procesos de toma de decisiones tuvieron origen en importantes descubrimientos de la psicología cognitiva liderados por el trabajo de Kahneman y Tversky¹⁴² quienes, a través de una serie de experimentos, demostraron que los individuos padecen de una variedad de sesgos cognitivos que, sistemáticamente, pueden llevarlos a valorar incorrectamente el precio de un valor negociable.

Al respecto, corresponde responder a esa clase de cuestionamientos desde dos perspectivas: por un lado, descartando que las finanzas conductuales hayan logrado derribar a la EMH y, por el otro, explicando que, aun cuando corresponda asignarles relevancia en cuanto explicaciones acerca de cómo funciona el mercado, éstas no pueden entrar en consideración en el contexto de un discurso general acerca de la legitimación de normas.

¹³⁹ Sin embargo, acaso sin quererlo, dio lugar a esas críticas al decir: “No creo que tenga algún sentido crear un modelo con negociación basada en información, pero sin negociación basada en ruido por el que los operadores tengan diferentes creencias y las de unos operadores sean tan buenas como las de cualquier otro” (La traducción del inglés me pertenece. En idioma original: “I do not believe it makes sense to create a model with information trading but no noise trading where traders have different beliefs and one trader's beliefs are as good as any other trader's beliefs”, BLACK, F., *op. cit.*, p. 531)

¹⁴⁰ Durante la primera mitad de 1987, el *Dow Jones Industrial Average* (índice bursátil que refleja los valores de las acciones de treinta emisoras estables y que gozan de amplio reconocimiento en el *New York Stock Exchange* y en el NASDAQ) tuvo un incremento del 30 %. El 19 de octubre de ese año (conocido como *Black Monday*) ese índice bajó un 22.6 %, lo que hasta ese momento representó la baja más grande de la historia de los mercados de valores. Pese a haberse originado en los EE.UU., este evento impactó en mercados de todo el mundo.

¹⁴¹ A partir del colapso de una burbuja inmobiliaria en los EE.UU. (2006), se produjo una crisis bursátil, primero, en ese país y, luego, a nivel internacional, que devino en una crisis económica a escala internacional, conocida como Gran Recesión.

¹⁴² En 2002 Kahneman recibió el Premio del Banco de Suecia en Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel. Este galardón demuestra la gran importancia que para el campo de la economía tuvo su aporte desde el ámbito de la psicología. Debido a su fallecimiento en 1996, Tversky no podía ser nominado para aquel. Para una referencia a su trabajo principal *vid.* nota 88.

Con respecto a lo primero, en lo que aquí interesa, son particularmente relevantes las elaboraciones presentadas en los trabajos más recientes de Gilson y Kraakman¹⁴³, que ofrecen una mirada de la cuestión desde las ciencias jurídicas. El punto de partida de estos autores es el siguiente: para que la presencia de *noise traders* tenga un impacto tal en el mercado que se vea afectada su eficiencia, es necesario que se verifiquen dos condiciones adicionales. La primera consiste en que haya cierta coherencia general entre los sesgos que afectan a los inversores pues, si éstos fueran distintos y, por lo tanto, los condujeran a realizar operaciones opuestas entre sí, terminarían compensándose, de manera tal que, en definitiva, la formación de precios seguiría siendo eficiente. La segunda, en cambio, radica en que los inversores informados no tengan interés en arbitrar en función de la inexactitud de los precios¹⁴⁴. Si lo hicieran, su acción sería suficiente para poner las cosas en su lugar.

Estos autores son escépticos con respecto a la posibilidad de que la primera de esas condiciones se verifique a grande escala (es decir, que una gran cantidad de inversores pueda padecer contemporáneamente un mismo error de juicio) o, por lo menos, que esto ocurra con mucha frecuencia. Para ellos, el hecho de que algunos inversores se desvíen sistemáticamente de los procesos racionales de toma de decisiones no constituye una revelación y no impacta en las conclusiones de la EMH puesto que, tal como dije, la importancia de dicha teoría radica en que, sin perjuicio de ciertas anomalías verificadas en la praxis, generalmente los mercados reales (esto es, donde existen los costos de transacción y los inversores no son siempre racionales) responden de forma eficiente, cuanto menos a la información disponible para el público.

Por otro lado, tal como ellos argumentan, las finanzas conductuales sólo han logrado enumerar una gran cantidad de sesgos que pueden intervenir en los procesos de decisiones, pero no han precisado cuál o cuáles de éstos intervienen en determinadas circunstancias, cómo se combinan entre sí, lo que impide demostrar si, en términos generales, existe un nexo causal entre éstos y el precio de mercado o, dicho de otro

¹⁴³ GILSON R.; KRAAKMAN, R., *op. cit.* (2003 y 2014).

¹⁴⁴ En este contexto, arbitrar significa comprar y vender simultáneamente un mismo valor negociable a distintos precios, aprovechando una situación de ineficiencia. Por ejemplo, cuando un inversor informado considera que un determinado valor negociable se encuentra sobrevaluado y tiene la expectativa de que el precio de este baje, puede recurrir (en aquellos mercados en los que la práctica está permitida) a la operación de venta en corto (sobre este concepto, *vid.* nota 44).

modo, si éste último refleja alguno de dichos sesgos. Frente a esa incertidumbre, concluyen que no puede descartarse la existencia de una compensación entre los sesgos que padecen distintos individuos, en virtud de la cual la incidencia sobre la eficiencia de mercado se reduzca a niveles que no tornen relevante tenerla en consideración¹⁴⁵.

Llevadas estas reflexiones al terreno del presente trabajo, considero oportuno destacar que la EMH aquí es utilizada como una herramienta conceptual, basada en evidencia empírica, que posibilita una explicación *ex ante* acerca de las dinámicas con las cuales un comportamiento manipulativo puede determinar una afectación respecto del interés consistente en la función informativa del precio. En el estado actual del conocimiento científico disponible en materia de finanzas, ésta es preferible como sustento de un discurso de *lege ferenda*, justamente porque (y no pese a que) parte de asumir la racionalidad de los agentes económicos. Tal como lo expliqué al referirme a la tesis de la confianza como bien jurídico, desde la perspectiva estatal, lo que puede protegerse son los presupuestos necesarios para que los participantes del mercado

¹⁴⁵ Pese a lo expuesto, reconocen que, excepcionalmente, ocurre que un único sesgo se propague entre la mayoría de los *noise traders*, lo que podría explicar la existencia ocasional de burbujas. Cuando este tipo de fenómenos se verifican y el volumen de operaciones irracionales llega a niveles extremos, se crean las condiciones para que el segundo de los requisitos apuntados se vuelva posible: al inversor informado dejará de convenirle arbitrar sobre la base de las diferencias de precio y su estrategia para la maximización de beneficios económicos pasará a ser la de operar en la misma dirección del mercado, acentuando las ineficiencias.

Este último (y no la irracionalidad de los inversores) es el punto que los adherentes a la EMH consideran como su flanco más débil. Reconocen, en efecto, que las teorizaciones realizadas durante los años '80 subestimaron la importancia de los límites al arbitraje que existen en los mercados reales e impactan severamente en la negociación informada no sólo frente a burbujas episódicas, sino, inclusive, en momentos de funcionamiento normal del mercado.

Una de estas limitaciones se encuentra asociada al riesgo fundamental del valor negociables pues, para que al inversor informado le convenga operar en contra de la tendencia de su valor de mercado, será necesario que las expectativas de ganancias de dicha estrategia sean tales que le permitan compensar un posible riesgo asociado a malas noticias acerca del desempeño de esa firma en particular.

Asimismo, la efectividad de las estrategias de arbitraje dependerá también del riesgo asociado al comportamiento de los *noise traders* pues, si estos continúan en la misma dirección y profundizan la ineficiencia del precio, la decisión racional de inversión tomada apostando en la dirección inversa podrá desembocar en una pérdida (y, contrariamente, podría haber resultado más conveniente operar en el mismo sentido del mercado). En consecuencia, al igual que en el caso del riesgo fundamental, la ganancia esperada deberá ser suficientemente atractiva como para incentivar al inversor a restarle valor también a este otro riesgo.

Sumado a esto, también existen circunstancias de tipo institucional que constituyen barreras para que los inversores informados intervengan en el mercado compensando las ineficiencias. Uno de éstas son las restricciones normativas a la realización de ventas en corto que, especialmente en contextos de crisis, son vistas por los reguladores como una herramienta para limitar las negociaciones de tipo especulativo. Por otro lado, en el caso de profesionales a cargo del manejo de fondos ajenos, cuya compensación se encuentre ligada al rendimiento de las inversiones realizadas, existe una tendencia a adoptar posiciones más conservadoras pues, en función de los riesgos anteriormente descritos, las inversiones podrían fracasar aun cuando no existiera un error en el juicio realizado a la hora de decidirla.

Por último, también debe considerarse que inclusive los inversores informados podrían estar sujetos a los sesgos cognitivos señalados por las finanzas conductuales.

puedan para operar racionalmente. Distinto es que éstos efectivamente lo hagan, lo que no puede gobernarse con políticas legislativas.

Por supuesto que de ello no se deriva que, frente a los casos concretos, la EMH pueda bastar para explicar las dinámicas intervinientes en el mercado a partir de un determinado comportamiento manipulativo. Antes bien, ésta sólo podrá servir como un marco teórico, cuya pertinencia *ex post* requerirá de comprobaciones basadas en la evidencia empírica correspondiente al supuesto de hecho considerado¹⁴⁶.

¹⁴⁶ No obstante, interesa destacar que, en los EE.UU., importantes pronunciamientos judiciales en materia de abuso de mercado sí se basaron en la EMH: por todos, *vid.* *Basic Inc. v. Levinson* (485 U.S. 224 [1988]) y *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* (573 U.S. 258 [2014]). De acuerdo con la Regla 10b-5 de la *Securities Exchange Act* de 1934, la interposición de acciones de clase contra un emisor de valores negociables por difusión de información falsa u omisión de información verdadera exige, entre otros requisitos, que los demandantes acrediten que tomaron sus decisiones de inversión sobre la base de la información difundida/omitida por la emisora (“*reliance element*”) y que, por lo tanto, ésta fue causal respecto de aquellas. En el primero de esos pronunciamientos, la SCOTUS, sobre la base de la “*fraud-on-the-market theory*”, estableció que, dado que la información se difunde/omite en el contexto de mercados eficientes (para cuya definición se basó en la EMH), ésta se ve reflejada en el precio de los valores negociables en cuestión y que, por lo tanto, puede *presumirse* que fue tomada en cuenta por los inversores para comprar/vender. Más recientemente, en el segundo pronunciamiento, la SCOTUS mantuvo esa presunción como criterio rector, aunque aclaró que los demandados podrán demostrar que, en el caso particular, el “*reliance element*” no se verificó.

CUADRO N° 5
GRADUACIÓN DE LA LESIVIDAD EN ABSTRACTO - MANIPULACIÓN OPERATIVA IMPROPIA

Volumen relativo de negociaciones				
Tipología comisiva	Colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas	150		151
	<i>Wash trades</i>			
	Órdenes cruzadas ilícitas			
	<i>Painting the tape</i>			
Grado de lesividad abstracta	ALTA	←—————→		BAJA
Eficiencia relativa	ALTA	←—————→		BAJA
Grados tradicionales de eficiencia (EMH)	Débil	Semi-fuerte		Fuerte
Distribución inicial de la información	AMPLIA	←—————→		RESTRINGIDA
Mecanismos de eficiencia del mercado	Negociación universalmente informada	Negociación profesionalmente informada	Negociación informada por derivación	Negociación no informada

¹⁵⁰ Este casillero se deja vacío dado que, de acuerdo con lo expuesto, la manipulación operativa pura no puede alcanzar escenarios de “negociación universalmente informada” (porqu no alcanza más que a los participantes actuales del mercado), ni de “negociación profesionalmente informada” (porque, de acuerdo con la clasificación adoptada aquí, el volumen de negociaciones de sus autores no es suficiente para incidir directamente en el precio de cotización).

¹⁵¹ *Idem* nota 149.

2.5. ¿Lesión efectiva o puesta en peligro de la función informativa del precio?

Aceptado que cada una de las categorías de manipulación de mercado entraña un potencial lesivo para la función informativa que el precio de los valores negociables desempeña en el contexto de los mercados secundarios, queda todavía pendiente indagar acerca del alcance con el cual aquel potencial se materializa. En otras palabras, resta analizar si esta clase de conducta, cuando es llevada a cabo en forma completa, lesiona efectivamente a aquel interés o si sólo lo pone en peligro y, en su caso, si este último es concreto o abstracto.

Para responder a este interrogante, es necesario, ante todo, precisar que, de acuerdo con la concepción que aquí se sostiene, el interés cuya tutela resulta relevante para justificar la criminalización de los comportamientos manipulativos es la función informativa del precio, como condición necesaria para lograr el objetivo de canalización del ahorro en inversión. En consecuencia, corresponde distinguir a esta función, que, como dije, es constitutiva de los mercados de capitales, de la que cumplen los precios de *cada uno* de los valores que se negocian en éstos.

Esta última es la que, sin mayores discusiones, puede decirse que se ve lesionada en forma efectiva cada vez que una conducta manipulativa determina causalmente (esto es, en el plano ontológico) la alteración o el mantenimiento artificial del valor de cotización: como producto de ésta, en efecto, el precio de *ese* valor (objeto del delito) sigue siendo vehículo de información, pero deja de cumplir aquella función para, en cambio, *desinformar* al público inversor. Sin embargo, tal como ahora podrá entenderse, la pregunta realizada al inicio de este apartado se relaciona con el alcance de la afectación que las distintas categorías de manipulación producen a la otra función informativa a la que hice referencia.

Lo aquí relevante, entonces, es si puede establecerse que la manipulación del precio de un determinado valor negociable, que lesiona la función informativa de *ese* precio, configura además una lesión a la función informativa *del* precio, en tanto interés colectivo. Para un importante sector de la doctrina¹⁵², en efecto, esto no sería posible: dado que los bienes supraindividuales se caracterizan por un elevado grado de

¹⁵² Vid., por todos, SILVA SÁNCHEZ, J. M., *La expansión del Derecho pena. Aspectos de Política criminal en las sociedades postindustriales*, 2ª ed., Ed. B de f, 2006, p. 134.

generalidad, las acciones individuales son insignificantes frente a ellos, por lo que no podrían lesionarlos o, siquiera, ponerlos en peligro.

Frente a esta clase de objeciones, lo primero que creo necesario poner de resalto es que, en los términos en los que aquí ha sido definida (y, fundamentalmente, gracias al auxilio del *harm principle*), la función informativa no se concibe en términos “colosales”¹⁵³ o “vagos y demasiado generalizadores”¹⁵⁴, sino como un interés concreto, palpable.

Pero, además, debe decirse que el problema de aquellas visiones radica en que éstas exigen, para que pueda hablarse de “lesión” con relación a bienes jurídico-penales colectivos, un estándar que ni siquiera puede predicarse frente a indiscutibles lesiones a bienes de tipo individual: en palabras de Corcoy Bidasolo, “¿Es que siempre que se lesiona a una persona, ésta pierde la salud? ¿Es que a quien le estafan, le roban... en general, pierde su patrimonio? ¿Es que a quien se le descubren determinados aspectos de su vida íntima le desaparece la intimidad?”¹⁵⁵ Frente a estos ejemplos, resulta evidente que la idea de lesión de un bien jurídico rara vez (mejor dicho, únicamente en el caso del homicidio) exige su *destrucción*, sino que basta con su *afectación*¹⁵⁶.

En los términos expresados, a mi juicio, es correcto afirmar que las tipologías de manipulación operativa, que involucran el ejercicio de poder de mercado, producen un resultado de *lesión efectiva* del interés al que vengo haciendo alusión. Esto es así porque, por definición, esta clase de prácticas impactan en forma directa en el precio de cotización de un determinado valor negociable y, al hacerlo, *afectan* la función informativa¹⁵⁷ que, en el mercado en el que este último cotiza, reviste *el* precio, al menos, en lo relativo a las propiedades del valor negociable en cuestión y de todos los

¹⁵³ JIMÉNEZ CABARCAS, C., “La protección del medio ambiente a través de los delitos acumulativos en el Derecho penal colombiano”, *Revista Derecho Penal y Criminología*, vol. 38, n° 104, 2017, p. 213, disponible en <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/derpen/article/view/5213/6280> (enlace consultado el 3/4/2022).

¹⁵⁴ HASSEMER, W., “¿Puede haber delitos que no afecten a un bien jurídico penal?” (trad. de SPÍNOLA TÁRTALO, B.), en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (edits.), *op. cit.*, p. 92.

¹⁵⁵ CORCOY BIDASOLO, M., “Límites objetivos y subjetivos a la intervención penal en el control de riesgos”, en MIR PUIG, S.; CORCOY BIDASOLO, M. (dirs.); GÓMEZ MARTÍN, V. (coord.) *Política criminal y reforma penal*, Ed. B de f, Buenos Aires, 2007a, p. 41.

¹⁵⁶ CORCOY BIDASOLO, M., *op. cit.* (2007a), *ibidem*.

¹⁵⁷ Naturalmente, al momento de definir la extensión de los tipos penales en concreto, corresponderá seleccionar, dentro de las prácticas que afectan a dicho interés, las modalidades de ataque más peligrosas, en virtud del principio de fragmentariedad del derecho penal (*vid.*, por todos, MIR PUIG, S., *Derecho Penal. Parte General*, 2ª reimpresión [10ª ed., 2015], Ed. Reppertor, 2016, pp. 129, § 49).

otros que puedan ir asociados a él (por ejemplo, índices¹⁵⁸, contratos derivados¹⁵⁹, opciones¹⁶⁰, valores comparables¹⁶¹, etc.). Esta lesión, por otra parte, puede ser comprobada *con seguridad* frente a casos concretos¹⁶²: en efecto, (naturalmente, recurriendo al auxilio de la ciencia económica y, más específicamente, de los especialistas en finanzas) es posible constatar si el precio resultante de las maniobras difiere del que habría tenido el activo en cuestión (y otros relacionados) si éstas no hubieran sido llevadas a cabo¹⁶³.

Ahora bien, en los restantes grupos de casos, en los que, como se vio, el autor de la manipulación simplemente difunde información engañosa o falsa (manipulación informativa) o bien realiza operaciones que no alcanzan para incidir directamente en el

¹⁵⁸ Un índice bursátil es una herramienta estadística para conocer el rendimiento de un mercado. Éstos se componen de una selección de valores negociables (p.ej., el IBEX 35 está compuesto por las 35 más líquidas y de mayor capitalización negociadas en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas; similarmente, el Merval está integrado por las 20 empresas líderes que cotizan en BYMA) y le permiten a los inversores conocer la evolución del mercado. Así, cuando se dice que el índice “X” bajó o subió en un determinado porcentaje, se está informando que, en promedio, los precios de los valores negociables que componen ese índice bajaron o subieron en esa medida. En vez de invertir en un determinado valor negociable, los participantes del mercado pueden hacerlo en los ETF (*Exchange Traded Fund*), que son fondos de inversión que cotizan en los mercados y se componen de un conjunto de valores negociables que replican un determinado índice.

¹⁵⁹ Para una definición de contrato derivado, *vid.* nota 36.

¹⁶⁰ Para una definición de contrato de opción, *vid.* nota 40.

¹⁶¹ Una forma de valorar las acciones de una emisora es hacerlo mediante la comparación de ciertos múltiplos de mercado con los de otras emisoras de características similares. De este modo, los analistas intentan establecer si las empresas están sobrevaluadas o subvaluadas. Por ejemplo, uno de los múltiplos usualmente utilizados es el denominado *price / earnings* (PE), que se obtiene dividiendo el precio de la acción por los beneficios de la acción. Por lo tanto, si el precio de un determinado valor negociable se encuentra a niveles artificiales (como producto de la manipulación), esto también incide en la valuación de los valores emitidos por otras empresas (*vid.* LABATUT SERER, G., “La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos”, *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 8, 2009, pp. 59-76).

¹⁶² Con relación a la necesidad de que el resultado lesivo de determinada clase de conductas pueda comprobarse con seguridad para que resulte adecuada su criminalización a partir de tipos penales estructurados como delitos de lesión efectiva, *vid.* VERDE, A., *op. cit.*, pp. 164-168.

¹⁶³ Por supuesto que, frente a los casos concretos, correspondería problematizar esta afirmación con cuestionamientos entorno a si, para que efectivamente pueda hablarse de lesión, basta con cualquier diferencia (inclusive leve) entre el precio artificialmente obtenido y el que el valor negociable en cuestión habría tenido de no llevarse a cabo la conducta manipulativa o si, en cambio, es necesario que haya una diferencia significativa (en términos cuantitativos) y cuál es el baremo para distinguir lo significativo de lo que no lo es. En efecto, de cara a una atribución de responsabilidad penal respetuosa de las garantías (en particular, del principio de lesividad) la distinción entre el resultado en sentido material de lesión del objeto del delito y el resultado en sentido jurídico de lesión al bien jurídico penal es fundamental para delimitar, entre los distintos comportamientos que lesionan la función informativa *de un* precio, aquellos que lesionan a la función informativa *del* precio. En los casos concretos, por tanto, debería comprobarse *ex post* que el peligro en abstracto se ha transformado en un resultado en sentido jurídico (sobre estas distinciones y su relación con una interpretación de los tipos penales respetuosa de los principios y garantías, *vid.* CORCOY BIDASOLO, M., “Algunas cuestiones sobre el injusto típico en los ‘delitos de peligro’”, *Revista de derecho penal*, vol. Delitos de peligro – I, 2007b, pp. 83-84 y 93-96.

participantes, al que las conductas de manipulación de mercado, en mayor o menor medida, afectan. Asimismo, considero que puede compartirse que este interés, al que definí como la función informativa del precio, constituye una condición necesaria para la existencia misma de los mercados (y, en consecuencia, para el cumplimiento de su objetivo final de canalización del ahorro en inversión), por lo que puede legítimamente erigírsele como objeto de tutela legal. Lo aquí analizado, naturalmente, no basta para afirmar que esa protección *deba* ser establecida por el legislador (mucho menos en el plano penal), sino que, por el momento, sólo es posible afirmar que la manipulación, como clase de comportamiento, satisface el requisito de lesividad exigido como fundamento mínimo para que pueda afirmarse, desde la perspectiva de un Estado liberal de derecho, que la criminalización está *justificada*.

Con todo, en función de lo dicho hasta ahora, es ya posible extraer una serie de conclusiones que me parecen útiles desde una perspectiva *de lege ferenda*.

Ante todo, la diferenciación entre manipulación directa (por injerencia en el precio) y manipulación indirecta permite delimitar, en el plano de la lesividad, conductas idóneas para lesionar de modo efectivo a la función informativa del precio, de otras cuyo resultado es su puesta en peligro concreto. De ahí se sigue que:

1) respecto de la primera variante, un hipotético tipo penal de manipulación de mercado podría (aunque no necesariamente) adoptar la estructura de los delitos de resultado de lesión. Para esto, bastaría exigir como resultado materialmente lesivo de los comportamientos en cuestión la alteración (o mantenimiento) del precio del valor negociable manipulado. En efecto, tal como se explicó, la producción de ese resultado alcanza para afectar a aquella función.

2) si, por razones de política criminal, se pretendiera abarcar a la segunda variante (en la medida en que existieran buenas razones para hacerlo) debería recurrirse a una figura de peligro concreto. Desde el plano de la técnica legislativa, dado que, como se vio, esta subclase de comportamientos se caracteriza por difundir, mediante distintas estrategias, un “mensaje” con el cual se pretende incidir en la negociación de otros inversores, la mencionada estructuración del tipo penal significaría requerir que las estrategias adoptadas por el autor sean *ex ante* idóneas para condicionar los presupuestos cognitivos de actuación de los restantes participantes. Frente a los casos concretos, esto se traduciría en la necesidad de acreditar que, a raíz de las específicas características del comportamiento puesto en acto, estaría racionalmente justificado que

un inversor medio tomara como dato relevante para sus decisiones de inversión el mensaje comunicado mediante el comportamiento manipulativo, ya sea bajo la forma de información en sentido estricto, de operaciones o de una combinación de ambas. De verificarse esto último, estaría suficientemente probada la elevada posibilidad de que, a raíz del comportamiento del autor, los restantes participantes del mercado operen en el sentido indicado por éste y, de ese modo, incidan en el precio (lo que, como se vio, ocasionaría una lesión efectiva al interés tutelado).

Por otra parte, siempre en lo que respecta a la segunda variante, los “mecanismos de eficiencia del mercado” contribuyen a distinguir, en abstracto, el potencial lesivo de cada una de las subclases de manipulación que la componen. Desde esta perspectiva, queda claro que, en caso de considerarse necesario (por ejemplo, por razones de fragmentariedad persecutoria), imponer sanciones penales sólo respecto de algunas tipologías el orden que debería seguirse sería el siguiente: primero, correspondería considerar a las modalidades mixtas (informativas y operativas); luego, a la manipulación informativa en sentido estricto, priorizando¹⁶⁵ aquella cometida por medios de comunicación masiva. Un tercer nivel de relevancia quedaría reservado para las prácticas que únicamente involucran la realización de operaciones sin capacidad de incidir en el precio de mercado, otorgándole mayor importancia a aquellas de gran volumen. En última instancia, quedaría la puesta en escena de comportamientos externos al mercado, aunque vale aclarar que, en la medida en que éstos vayan acompañados de alguna estrategia comunicacional, configurarían supuestos de difusión de información y, por lo tanto, corresponderían al segundo nivel de relevancia.

En el siguiente capítulo, complejizaré estas conclusiones, procurando establecer ulteriores distinciones entre las distintas subclases de manipulación, sobre la base de la existencia de otras razones de peso que persuadan acerca de la conveniencia de establecer prohibiciones penales.

¹⁶⁵ Otra estrategia posible sería contemplar a la utilización de esta clase de medios como un supuesto agravado.

CAPÍTULO IV

LA ILICITUD MATERIAL (*WRONGFULNESS*) DE LA MANIPULACIÓN DE MERCADO

Sumario: 1. Introducción. 2. ¿En qué consiste la ilicitud material de la manipulación de mercado? 2.1. La mentira y otras formas de engaño como ilicitudes materiales. 2.2. Primera aproximación: la mentira y otras formas de engaño como ilicitudes materiales relevantes para la manipulación de mercado. 2.2.1. Manipulación informativa: declaraciones, anuncios, rumores, pronósticos, estimaciones, opiniones y puesta en escena de actos externos al mercado. 2.2.2. Manipulación operativa propia: transacciones simuladas. 2.2.3. Manipulación mixta informativa-operativa. 2.2.4. Conclusión preliminar: ¿el engaño agota la ilicitud material de la manipulación de mercado? 2.3. Fundamentos complementarios de la ilicitud material de la manipulación de mercado. 2.3.1. La obtención de un provecho en la manipulación de mercado como “apropiarse de lo ajeno”. 2.3.2. La obtención de un provecho en la manipulación de mercado como “explotar a otro”. 2.4. La manipulación operativa como “hacer trampa”. 2.5. ¿Se puede “manipular” el mercado por omisión? 3. Conclusión.

1. INTRODUCCIÓN

Para la doctrina dominante en el ámbito continental europeo, la protección de bienes jurídicos frente a su lesión o peligro de lesión es el presupuesto *necesario* para que la criminalización de determinadas clases de conducta sea legítima¹⁶⁶. De allí se deriva que la mera tacha de inmoralidad de una conducta no baste para justificar su prohibición penal y que las autolesiones conscientes tampoco puedan ser criminalizadas¹⁶⁷. Éstas son limitaciones al *ius puniendi* imprescindibles en el ámbito de un Estado liberal de derecho, en el que “lo ideal es que el poder de intervención estatal y la libertad de los ciudadanos se lleven a un equilibrio que le garantice al individuo tanta protección como sea necesaria, pero también tanta libertad individual como sea posible”¹⁶⁸.

Por su parte, la perspectiva anglosajona del *harm principle*, al menos en su formulación originaria, predica algo similar: dado que “el único propósito por el cual el

¹⁶⁶ ROXIN, C., *op. cit.*, § 2, n° 38, p. 70.

¹⁶⁷ ROXIN, C., “¿Es la protección de bienes jurídicos una finalidad del Derecho Penal?”, en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (edits.), *op. cit.*, pp. 439-440.

¹⁶⁸ ROXIN, C., *op. cit.* (2016), pp. 437.

poder puede ejercerse legítimamente sobre un miembro de una comunidad civilizada, contra su voluntad, es impedir el daño a otros”¹⁶⁹, la criminalización *sólo* es legítima si el tipo de comportamiento respecto del cual se establece es dañino para terceros. De este modo, también deben quedar fuera del derecho penal los comportamientos que sólo son inmorales y aquellos que únicamente dañen a su autor.

Entre ambas tradiciones existe, por tanto, una obvia similitud¹⁷⁰: la lesividad de una conducta constituye un límite infranqueable para el derecho penal o, dicho de otro modo, una condición *mínima* para que el poder punitivo esté justificado.

Pese al amplísimo reconocimiento del que gozan tanto uno como otro principio, es discutible que éstos puedan bastar como *único* criterio limitativo de la criminalización.

Respecto de la teoría del bien jurídico, desde hace al menos dos décadas, los teóricos vienen señalando las serias dificultades que atraviesa su “función crítica”¹⁷¹. En efecto, el fenómeno de expansión del derecho penal desde sus ámbitos tradicionales de protección (la vida, el patrimonio, etc.) hacia otros terrenos (el medioambiente, los animales, el sistema económico, etc.) llevó a discusiones con relación a si la ampliación de este concepto de modo tal que pueda incorporar (y así legitimar) a los nuevos tipos penales implicó un debilitamiento de su aptitud para restringir el poder coercitivo estatal¹⁷². En otras palabras, se esgrime que, si es posible “caracterizar como ‘bien jurídico’ demasiadas cosas, [...] un bien jurídico así concebido posee una escasa función limitadora”¹⁷³.

¹⁶⁹ STUART MILL, J., *On Liberty*, Ed. Batoche Books Ltd., Ontario, 2001 (1859), p. 13, disponible en <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/mill/liberty.pdf> (enlace consultado el 12/3/2022).

¹⁷⁰ MIRÓ LLINARES, F., “La criminalización de conductas ‘ofensivas’. A propósito del debate anglosajón sobre los ‘límites morales’ del Derecho penal”, *Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología*, n° 17-23, 2015, p. 8.

¹⁷¹ *Vid.*, por todos, SEHER, G., “La legitimación de normas penales basada en principios y el concepto de bien jurídico”, en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (eds.), *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016, p. 65-66.

¹⁷² *Vid.*, por todos, HASSEMER, W., “Rasgos y crisis del Derecho Penal moderno”, *Anuario de derecho penal y ciencias penales*, t. 45, 1992, p. 239.

¹⁷³ FRISCH, W., “Bien jurídico, Derecho, estructura del delito e imputación en el contexto de la legitimación de la pena estatal”, en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (edits.), *op. cit.*, p. 305.

Frente a ello, se han propuesto visiones alternativas¹⁷⁴ que, en definitiva, implican considerar que las novedosas formas de intervención coactiva estatal son una suerte de excepción a aquel dogma. Sin embargo, si este postulado se acepta, debería también concluirse que aquellas son ilegítimas —y así conformarse con la impunidad de clases de comportamientos cuya criminalización goza de amplio consenso social—; en cambio, si se reconoce que sí pueden establecerse prohibiciones penales (aun de “segunda” velocidad), pese a no estar justificadas en la protección de bienes jurídicos, debería admitirse que existen buenas razones de otro orden que también pueden servir para fundarlas¹⁷⁵.

En el caso del *harm principle*, la doctrina señaló su “colapso”¹⁷⁶: pese a los orígenes liberales de este principio, el hecho de que cualquier conducta humana pueda, al menos en forma indirecta, generar algún tipo de menoscabo a los intereses de otras personas¹⁷⁷, terminó por hacer que aquel haya servido para fundar discursos conservadores favorables a la criminalización de meras inmoralidades, bajo el argumento de que éstas, en definitiva, producen daños¹⁷⁸.

En una línea similar, se observó que la prohibición penal de clases de conducta exclusivamente basada en su potencial dañoso da lugar a “legislaciones penales superinclusivas” (*overinclusive criminal legislation*)¹⁷⁹, es decir, normas penales

¹⁷⁴ Por ejemplo, en España, Silva Sánchez, siguiendo una línea similar a la de Hassemer, propuso un derecho penal de dos (o tres) velocidades, que reservaría la sanción de privación de la libertad para los delitos del derecho penal nuclear, cuya imposición debería ir precedida de un proceso en el que se mantendrían todas las garantías. En cambio, con relación a los “nuevos” delitos, podrían flexibilizarse los criterios de imputación y las garantías, pero sólo podrían imponerse “penas más próximas a las sanciones administrativas” (SILVA SÁNCHEZ, J. M., *op. cit.*, pp. 178 y ss.

¹⁷⁵ Así, SOLAVAGIONE, L., *La incorrección moral como presupuesto de legitimidad de la criminalización*, En Letra: Derecho Penal, año V, n° 8, pp. 140-141.

¹⁷⁶ HARCOURT, B., “The collapse of the harm principle”, *Journal of Criminal Law and Criminology*, vol. 90, n° 1.

¹⁷⁷ LUNA, E., “The Overcriminalization Phenomenon”, *American University Law Review*, vol. 54, p. 714.

¹⁷⁸ Tal es el caso, por ejemplo, de la prohibición de funcionamiento de saunas para personas homosexuales con la supuesta finalidad de prevenir el contagio de HIV o la persecución penal de la prostitución con fundamento en la evitación de daños a la salud derivados del contagio de enfermedades de transmisión sexual (*vid.* HARCOURT, B., *op. cit.*, p. 111).

¹⁷⁹ Junto con esta objeción, la doctrina argumenta que el *harm principle* resulta problemático para abordar los casos de daños remotos, ilícitos no dañosos y delitos *mala prohibita* (*vid.* HÖRNLE, T., “‘Rights of others’ in Criminalisation Theory”, en SIMESTER, A.; DU-BOIS, A.; Neumann, U. (Edits.), *Liberal Criminal Theory: Essays for Andreas von Hirsch*, Ed. Hart Publishing, Oxford, 2014, p. 173). En el contexto de este trabajo, no me detendré con relación a estas críticas, dado que no las considero relevantes para fundar la necesidad de justificar la criminalización de la manipulación de mercado desde una perspectiva distinta a la del daño. En efecto, tal como demostré en el capítulo II, esta clase de conducta produce un menoscabo directo a un interés y, por lo tanto, no integra ni el primero, ni el segundo de aquellos grupos de casos. En cuanto al tercero, en el presente capítulo me dedicaré a argumentar porqué la manipulación de mercado es *mala in se*.

legitimadas en función de razones que pueden verificarse en algunas, pero no en todas las conductas que éstas prohíben¹⁸⁰. En efecto, ocurre que los tipos penales forjados con esa única base pueden alcanzar supuestos de hecho que, en concreto, no posean la idoneidad necesaria para generar daño o peligro de daño.

Ambas objeciones se explican porque, en realidad, el *harm principle* no proporciona un criterio para comparar el peso relativo de distintos tipos de daño: su objetivo se agota una vez que se establece que una clase de conducta genera algún tipo de *non-trivial harm* (daño no trivial)¹⁸¹. En consecuencia, sólo puede brindar una condición necesaria, pero no *suficiente*, para la justificación de la prohibición penal.

Aplicadas a la materia que constituye el objeto de este trabajo, la relevancia de las críticas a la teoría del bien jurídico y al *harm principle* como únicos criterios para la criminalización de conductas es particularmente evidente. Ya en el capítulo II, expliqué cuán problemático resulta justificar la tipificación penal de la manipulación de mercado con base en la primera¹⁸². En efecto, los autores pertenecientes a esta tradición no logran identificar verdaderas “realidades necesarias para la vida, cuya lesión pueda perjudicar de forma duradera la capacidad de prestación de la sociedad y la vida de los ciudadanos”¹⁸³ y, por lo tanto, estar a la base del ejercicio del poder punitivo estatal. Tal como allí se vio, la mayor parte de aquellos considera dignos de tutela a meros factores instrumentales, que no constituyen un interés en sí y que son contingentes, en tanto van asociados a una determinada política de precios. Por su parte, otras voces, que intentan superar aquella dificultad, ven en esa decisión estatal al objeto merecedor de protección, lo que conduce a una justificación meramente formal de la coerción estatal. Por último, quienes, directa o indirectamente, erigen a la confianza en el mercado como bien jurídico recurren un estado mental que, como tal, es subjetivo y contingente y, por lo tanto, no controlable por el Estado, por lo que no puede fundar racionalmente su intervención coactiva.

¹⁸⁰ HUSAK, D., *op. cit.*, p. 154.

¹⁸¹ HARCOURT, B., *op. cit.*, p. 120.

¹⁸² Al respecto, señala von Hirsch: “Es un hecho que en Alemania existe la tendencia a ampliar el marco de los potenciales bienes jurídicos, que el bien jurídico es entendido de manera muy amplia y, en particular, que se renuncia a vincularlo a los intereses individuales. Por lo demás, son susceptibles de reconocimiento como bienes jurídicos incluso entidades puramente fácticas o relaciones funcionales, como por ejemplo ‘la posibilidad de funcionamiento del mercado de capitales’” (VON HIRSCH, A., “*op. cit.* [2016], p. 39).

¹⁸³ ROXIN, C., *op. cit.* (2016), p. 437.

Si bien creo haber presentado una propuesta que supera aquellas limitaciones mediante la identificación de un interés concreto y directamente afectado por las conductas manipulativas, es todavía posible pensar en casos en los que la perspectiva del *harm principle* (al igual que la del bien jurídico) conduce a soluciones que, ya a nivel intuitivo, no resultan satisfactorias. Considérense los siguientes ejemplos:

1) el prestigioso analista de mercado Y, por error, informa que la empresa J1 registra un pedido de quiebra, cuando en realidad quiso decir esto con respecto a J2 (que sí lo registra). Hasta que Y advierte el error y rectifica la información, los inversores se desprenden masivamente de sus tenencias en J1, lo que conduce a una significativa baja en la cotización.

2) A es tomador de cauciones bursátiles garantizadas con acciones de la empresa β . Sobre el cierre de las jornadas de negociación, opera como comprador de pequeñas cantidades de esa especie, lo que determina que los precios de cierre se mantengan estables o suban, pero nunca bajen.

De acuerdo con la descripción de los hechos, no quedan dudas de que la noticia divulgada por Y impactó en la cotización de las acciones de J1, al haberla llevado a una baja. Lo mismo puede afirmarse respecto de A, que mantiene al precio de las acciones de β artificialmente alto. Desde la perspectiva del bien jurídico, podría decirse que esos comportamientos serían aptos para producir una afectación: así, por ejemplo, si se concibe a la libre competencia en la formación de precios como objeto de tutela, podría afirmarse que el comportamiento de Y, al incitar a los participantes del mercado a desprenderse de sus tenencias de J1, distorsiona la oferta y que el *marking the close* de A hace lo mismo con relación a la demanda. Por su parte, la mirada del caso con base en la función informativa del precio tampoco mejora las cosas: si, en virtud de las circunstancias que lo rodean, pudiera afirmarse que la variación o mantenimiento de la cotización tuvo, de acuerdo con las características del concreto mercado en el que ocurrieron, un impacto en aquella función, cabría concluir que una legislación que base la criminalización de ciertas prácticas de mercado *exclusivamente* en la incidencia que éstas tienen sobre aquella debería alcanzarlas. La pregunta que surge, entonces, es: ¿Sería adecuado castigar los comportamientos de Y y A? Después de todo, Y sólo

cometió un error, y A dispuso de su propiedad de un modo más beneficioso para sus intereses¹⁸⁴.

Frente a esta observación, podría rápidamente responderse que, una vez establecido que determinada clase de conductas satisface el requisito de lesividad, cualquier riesgo de exceso en el castigo de hechos concretos puede ser evitado mediante una adecuada técnica legislativa. Así, en los ejemplos planteados, la exigencia típica de dolo o de una finalidad ulterior del comportamiento (“el fin de manipular/alterar”) o de una determinada extensión cuantitativa o cualitativa en los resultados materiales de la acción (“un impacto significativo en el precio” o “un impacto grave en el mercado”) podrían alcanzar para dejar excluido, ya en abstracto, que comportamientos como los descritos puedan ser penalmente relevantes. Sin embargo, esta respuesta nada dice acerca de las razones de fondo por las que *de lege ferenda* deberían proponerse ese tipo de “recortes” (y, por ejemplo, no otros) a los tipos penales de manipulación de mercado. En este capítulo, me dedicaré a indagar en esas razones.

Pues bien, en el ámbito angloamericano, existe un criterio limitativo de la criminalización, hoy en día sostenido generalizadamente (aunque con distintos alcances) por los teóricos pertenecientes a esa tradición¹⁸⁵ que, a mi juicio, resulta adecuado para resolver problemas como los planteados en los ejemplos¹⁸⁶. Se trata del “*moral wrongfulness constraint*”, traducido al español como requisito de “ilicitud moral¹⁸⁷”, “ilicitud material¹⁸⁸”, “incorrección moral¹⁸⁹” o también “ilicitud material por incorrección moral¹⁹⁰”. La aplicación de este principio en el contexto de nuestra cultura jurídica es perfectamente posible, siempre y cuando se hagan una serie de precisiones que visibilicen por qué éste es compatible con la concepción liberal que subyace a la teoría del bien jurídico.

¹⁸⁴ Si el precio de las acciones de β bajara, A debería reponer los márgenes de garantía de las cauciones de las que es tomador.

¹⁸⁵ FEINBERG, J., *op. cit.* (1984), pp. 105 y ss.; HUSAK, D., *Overcriminalization: the Limits of the Criminal Law*, Ed. Oxford University Press, Nueva York, 2008, pp. 73 y ss.; MOORE, M., *Placing Blame: a Theory of the Criminal Law*, Ed. Oxford University Press, Oxford, 1997, pp. 648-649.

¹⁸⁶ Y, por lo tanto, las objeciones planteadas la teoría del bien jurídico y al principio de daño, dado que el ejemplo no es más que una ilustración de éstas, aplicada a la materia que es objeto de este trabajo.

¹⁸⁷ GREEN, S., *op. cit.* (2013), pp. 74 y ss.

¹⁸⁸ VERDE, A., *op. cit.*, pp. 175 y ss.

¹⁸⁹ VERDE, A., *op. cit.*, *ibidem*; SOLAVAGIONE, L., *op. cit.*, pp. 117-153.

¹⁹⁰ PÉREZ BARBERÁ, G., “El ilícito material del delito tributario”, en ROBIGLIO, C. (dir.), *Institutos de Derecho penal tributario*, Ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 2017, pp. 69-103.

Ante todo, es necesario aclarar que, en la forma en que lo entiendo, el requisito de *moral wrongfulness* (más adelante especificaré cuál es la traducción que considero más adecuada) no implica proponer una visión iusnaturalista de la criminalización, ni tampoco confundir el derecho con la moral. Antes bien, es precisamente a partir de sostener la postura del positivismo jurídico que creo posible realizar un análisis desde la perspectiva que desarrollaré a continuación. En otras palabras, “es la separación entre derecho y moral lo que permite que el derecho pueda ser criticado desde un punto de vista también normativo pero externo a él, en este caso el de la moral”¹⁹¹.

La moral que considero relevante a tal efecto es la positiva¹⁹²: de acuerdo con ésta, una determinada clase de conducta es *wrongful* cuando contradice “el conjunto de normas sociales —no jurídicas—, a partir de las cuales valoramos la corrección o incorrección de conductas o de otras normas”¹⁹³ o, más sencillamente, cuando, a la luz de las convicciones generalizadas de la sociedad en la que vivimos, puede concluirse que el comportamiento en cuestión “está *mal*”. Al respecto, es preciso aclarar también que esta visión de ningún modo pretende justificar la criminalización bajo el argumento de prevenir cambios drásticos o esenciales al estilo de vida actual de determinada sociedad¹⁹⁴. Antes bien, partiendo de asumir que las sociedades tienen, efectivamente, “la capacidad para lograr un consenso *elemental* o *básico* sobre el estatus moral de numerosas clases de conductas”¹⁹⁵, lo que pretendo es establecer cuáles de los comportamientos que lesionan la función informativa del precio en el sentido aquí expuesto, *además*¹⁹⁶, infringen algún tipo de norma cotidiana de gran alcance¹⁹⁷.

¹⁹¹ PÉREZ BARBERÁ, G., *op. cit.*, pp. 74-75.

¹⁹² La moral positiva o convencional se distingue de la moral crítica, que puede ser definida como “las reglas y principios morales mejor fundados a partir de la argumentación racional” (GREEN, S., *op. cit.* [2013], p. 83, nota 63). Realizar el análisis que aquí propongo desde esta última perspectiva implicaría asumir una posición metaética que sustente la idea de que el conocimiento humano permite determinar si un juicio moral es verdadero o falso (*vid.*, PÉREZ BARBERÁ, G., *op. cit.*, p. 87-89). Por lo tanto, ello sería inadecuado en el presente ámbito, porque, tal como lo expliqué en la introducción, mi pretensión es que la perspectiva de análisis que aquí desarrollo pueda ser compartida por todos (inclusive por quienes sólo apoyan la criminalización basada en el daño o la puesta en peligro de intereses, en sentido lato): “si se pretende que la discusión acerca de la incorrección moral sea genuinamente democrática, deben poder participar *todos*, independientemente de sus convicciones metaéticas” (SOLAVAGIONE, L., *op. cit.*, pp. 129).

¹⁹³ PÉREZ BARBERÁ, G., *op. cit.*, p. 74.

¹⁹⁴ Esto es lo que Feinberg caracteriza como una de las variantes clásicas del moralismo penal, el “conservadurismo moral” (FEINBERG, J., *Harmless Wrongdoing. The Moral Limits of the Criminal Law*, vol. 4, Ed. Oxford University Press, New York, 1988, p. 39).

¹⁹⁵ SOLAVAGIONE, L., *op. cit.*, p. 125.

¹⁹⁶ Si bien, como adelanté, los teóricos de la criminalización pertenecientes al mundo angloamericano sostienen en forma generalizada el *moral wrongfulness constraint*. No todos consideran que éste deba

La postura dualista¹⁹⁸ que adoptaré aquí tiene una serie de ventajas:

1) al mantener la lesión o puesta en peligro de los intereses de terceros como condición *necesaria* (pero no *suficiente*) de la criminalización, satisface las exigencias inherentes a todo Estado liberal de derecho y lo hace, inclusive, de un modo más exhaustivo por cuanto *harm principle* y *moral wrongfulness constraint* se limitan recíprocamente¹⁹⁹, restringiendo aún más el *ius puniendi*.

2) asegura que la injerencia estatal en derechos fundamentales que implica el uso de la herramienta penal, además de ser compatible con el liberalismo jurídico, sea proporcional al desvalor de la conducta y, por lo tanto, justa²⁰⁰.

3) es respetuosa de la dignidad humana: en efecto, “un derecho penal que castigue daños con independencia de si provienen de conductas moralmente correctas o incorrectas se explicaría exclusivamente en razones preventivas de tipo disuasorias, pues se vería en ello una forma de maximizar eficacias punitivas a futuro”, pero esto “implicaría instrumentalizar a individuos para el logro de finalidades extrínsecas a ellos y a sus hechos”²⁰¹.

exigirse *junto* con el daño para que la criminalización de una determinada clase de conductas sea legítima. Para Moore, por ejemplo, el *harm principle* sólo es relevante como criterio de legitimidad de normas penales, en función de que cumple una función representativa (*proxying function*), derivada de que la mayor parte de las conductas que causan daño a terceros, a la vez, constituyen *wrongs*. Sin embargo, dado que existen tipos de comportamientos respecto de los cuales esa función falla, este autor cree necesario visibilizar que el único verdadero principio que define lo que debe ser considerado delito (y lo que no) es el *moral wrong principle* (MOORE, M., “Legal Moralism Revisited”, *San Diego Law Review*, vol. 54, 2017, pp. 461-462). Por su parte, como dije (*vid. cap. II, apartado 1*), Feinberg integra ambos conceptos: sólo pueden ser considerados *harms* relevantes, en el sentido exigido por el principio de daño, los “*setbacks of interests that are wrong*” (menoscabos de intereses que violan injustificada o inexcusablemente un derecho) y los “*wrongs that are setbacks to interest*” (violaciones injustificadas o inexcusables de derechos que menoscaban un interés).

¹⁹⁷ GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 81. Al respecto, no pierdo de vista que, como señala el mismo Green, “las visiones morales que puede tener una sociedad cambian con el tiempo, y que lo que en una generación entiende como moralmente ilícito o socialmente dañino con frecuencia se aleja de la comprensión de generaciones anteriores y posteriores” (GREEN, S., *op. cit.* [2013], pp. 83-84).

¹⁹⁸ Así, VON HIRSCH, A., “Harm and Wrongdoing in Criminalisation Theory”, *Criminal Law and Philosophy*, vol. 8, n° 1, 2014, pp. 248 y ss.; GREEN, S., *op. cit.*, pp. 80-81; HUSAK, D., *op. cit.*, pp. 73 y ss.

¹⁹⁹ “One can, for example, employ the wrongfulness requirement to restrict the criminalisation of conduct having remote harmful consequences, by requiring that there also must be a present wrongful act. Conversely, one can use the harmfulness requirement as means for restricting the criminalisation of wrongful acts. Considerations of harmfulness would provide reason, for example, for restricting the scope of offensive-behaviour prohibitions. Relying solely on wrongfulness, as legal moralists would have us do, could make it more difficult to develop criminalisation-norms with comparable limits” (VON HIRSCH, A., *op. cit.* [2014], p. 250).

²⁰⁰ Sobre la necesidad de proporcionalidad entre las sanciones y el desvalor de la conducta, como requisito para que la pena sea justa, *vid. HUSAK, D., op.cit.*, 95 y ss.

²⁰¹ PÉREZ BARBERÁ, G., *op. cit.*, p. 85.

4) produce normas penales cuya observancia es más generalizada, en función del fuerte consenso social que les da fundamento. Como señalan Green y Kugler, las personas, generalmente, no cometen delitos por el miedo a las sanciones, sino porque son conscientes de que la conducta penalizada es incorrecta por lo que, si las leyes penales no logran reflejar o crear un reproche generalizado respecto de dicho tipo de comportamiento, su poder disuasorio es significativamente menor²⁰².

5) permite captar con mayor precisión el distinto grado de reproche que merecen conductas igualmente lesivas y, por tanto, ayuda a establecer distinciones conceptuales útiles a la hora de establecer cuáles deben ser objeto de algún tipo de regulación y, dentro de éstas, en cuáles casos corresponde su conminación con amenaza penal, o su mera sanción a nivel administrativo.

Justificada la perspectiva del análisis que llevaré a cabo en este capítulo, resta únicamente establecer cuál es la traducción del término *wrongfulness* que considero más adecuada. Se trata de es una cuestión delicada, dado que, como ya expliqué, la referencia a la “moral” en el contexto de un discurso de legitimación de normas llevado adelante en el ámbito de un Estado liberal²⁰³ puede, lógicamente, generar un fuerte rechazo y es por ello que creí necesario delimitar primero los alcances que aquí pretendo darle a este constructo. En atención a estas circunstancias, en este trabajo hablaré de “ilicitud material”²⁰⁴. Considero, en efecto, que esta expresión tiene un mayor potencial comunicativo en el ámbito de nuestra cultura jurídica: la mención a que las conductas que son objeto de estudio son *ilícitas* deja en claro que éstas contradicen algún tipo de norma (que es exactamente lo que aquí se sostiene), mientras que la caracterización de esta ilicitud como *material*²⁰⁵ deja en claro que nada tiene que ver

²⁰² GREEN, S.; KUGLER, M., “When is it Wrong to Trade Stocks on the Basis of Non-Public Information?: Public Views of the Morality of Insider Trading”, *Fordham Urban Law Journal*, vol. 39, 2011, pp. 450-451.

²⁰³ Precisamente, uno de los logros más importantes de aquella tradición de pensamiento ha sido la de separar el derecho de la moral y así evitar que meras inmoralidades puedan sustentar el uso del aparato represivo estatal.

²⁰⁴ Así, VERDE, A., *op. cit.*, pp. 175 y ss.

²⁰⁵ Tal como señala Pérez Barberá, “la expresión ‘ilicitud moral’ resulta demasiado extraña a los lectores formados en la teoría penal de raigambre europeo-continental” (PÉREZ BARBERÁ, G., *op. cit.*, p. 75). Por otra parte, el adjetivo “material” tiene el beneficio de estar presente en la bibliografía con la que se estudia en una gran parte de las cátedras de derecho penal de las universidades españolas y argentinas, en un sentido compatible con el que aquí se pretende utilizar: por “concepto *material* de delito” (*Der materielle Verbrechensbegriff*), en efecto, Roxin hace alusión a aquel que, por oposición al concepto formal (que proviene del derecho positivo), “le suministra al legislador un criterio político-criminal sobre lo que el mismo puede penar y lo que debe dejar impune” (ROXIN, C., *op. cit.* (2015), § 2, n° 1, p. 51). Al respecto, señala Pérez Barberá: “lo acertado de análisis germano es que, al menos terminológicamente,

con las normas jurídico-penales sino que es previa a su sanción y, por lo tanto, más apropiada en el contexto de un discurso, como el presente, *de lege ferenda*.

2. ¿EN QUÉ CONSISTE LA ILICITUD MATERIAL DE LA MANIPULACIÓN DE MERCADO?

2.1. La mentira y otras formas de engaño como ilicitudes materiales

Todos tenemos cierta familiaridad con el concepto de *engaño*: lo usamos cuando decimos que “los políticos engañan a la ciudadanía” o que “una anciana fue engañada con el cuento del tío”, y también para contar que “A engaña a su pareja B”. Aun cuando los supuestos de hecho que subyacen a cada uno de esos enunciados sean completamente distintos entre sí, ninguno de estos usos del término que hacemos, escuchamos o leemos a diario nos provoca mayores dudas con respecto a qué significa engañar, ni tampoco acerca de que las frases que lo incluyen llevan implícita cierta reprobación hacia esa clase de comportamiento. Esto último, en cambio, puede resultar más problemático frente a otros grupos de casos: “C llevó engañada a D a la fiesta sorpresa que sus amigos le habían organizado” o “una madre cree que es mejor engañar a su pequeño hijo mezclando el remedio para la tos con jugo de frutas” son también usos posibles del verbo engañar, pero describen prácticas que, al menos en principio, parecen socialmente aceptables²⁰⁶.

En suma, variadas son las acciones que se rotulan como engañosas, así como también los juicios de valor que éstas desatan en las personas. Para que el análisis que llevaré adelante en las próximas páginas sea de algún provecho, por tanto, conviene ante todo precisar en qué consiste el engaño relevante en este contexto.

En el ámbito de la psicología, el engaño es definido como “el intento deliberado, exitoso o no, de ocultar, generar y/o manipular de algún otro modo información factual

separa la discusión relativa al bien jurídico de la que concierne a lo que allí se denomina “merecimiento de pena” (*Strafwürdigkeit*), o —también— ‘concepto *material* de delito’. Esto último sería lo que, a (muy) grandes rasgos, equivale en Alemania al abordaje anglosajón sobre incorrección moral” (PÉREZ BARBERÁ, G., *op. cit.*, p. 73).

²⁰⁶ El engaño forma cantidad de prácticas que se llevan a cabo a diario en la vida social por razones de tacto o de educación, que no generan conflictos éticos (*vid.* ADLER, J., “Lying, Deceiving, or Falsely Implicating”, *Journal of Philosophy*, n° 94, 1997, p. 435).

y/o emocional, por medios verbales y/o no verbales, con el fin de crear o mantener en otra(s) persona(s) una creencia que el propio comunicador considera falsa”²⁰⁷. Ya en un campo más cercano a nuestro objeto de estudio, el de la filosofía moral, Green pone el foco en el aspecto comunicacional de esta práctica: el engaño es “la comunicación de un mensaje a través del cual el comunicador, al comunicarse, pretende confundir al receptor”²⁰⁸.

Más allá de los matices que puedan presentar las distintas definiciones existentes, un punto sobre el que hay consenso es la exigencia de *intencionalidad*²⁰⁹ para que pueda hablarse propiamente de engaño: quien, por error, declara una falsedad no engaña.

Asimismo, es pacífico que el engaño puede consistir en *acciones positivas* u *omisiones*: A engaña a B tanto cuando contribuye causalmente a que este último crea en la proposición falsa α , como cuando no impide que esto último ocurra²¹⁰. Así entendido, el engaño puede llevarse a cabo a través de diferentes medios verbales o no verbales: una declaración, un gesto corporal o, inclusive, un determinado comportamiento son vehículos potenciales del engaño. Esto último se ve en el célebre ejemplo de Kant: X le hace creer a Y que se irá de viaje, al hacer las valijas frente a él de un modo evidente²¹¹.

Por último, para que haya engaño, no es necesario que el mensaje comunicado sea falso en sí mismo. Se puede engañar también a través de declaraciones literalmente verdaderas.

La *mentira* es una especie, quizás la más paradigmática, de engaño (género). Cuando alguien miente, afirma como verdadero algo que es *literalmente falso*. De acuerdo con esta caracterización, lo que distingue a la mentira de otras clases de engaño

²⁰⁷ MASIP, J.; GARRIDO, E.; HERRERO, C., “Defining deception”, *Anales de psicología*, vol. 20, n° 1, 2004, p. 148. Allí los autores elaboran una definición del concepto de engaño (*deception*), a partir de las definiciones dadas por otros autores a este término, a la mentira (*lie*) y a otras formas de comunicación engañosa (*deceptive communication*).

²⁰⁸ GREEN S., *op. cit.* (2013), p. 117. Al sistematizar los rasgos distintivos a partir de los cuales intenta consolidar un concepto de “delitos de cuello blanco”, sobre la base de la idea de “parecidos de familia”, Green identifica ocho tipos de lo que él denomina “ilicitudes morales”. Éstas son: el comportamiento tramposo, el engaño, el hurto, la coacción, la explotación, la deslealtad, el incumplimiento de promesas y la desobediencia. Respecto del engaño, afirma que éste “ocupa un lugar central al definir los principales delitos de cuello blanco” (*op. cit.*, p. 130).

²⁰⁹ Así, MASIP, J.; GARRIDO, E.; HERRERO, C., *op. cit.*, pp. 147-151; GREEN S., *op. cit.* (2013), p. 117.

²¹⁰ Los ejemplos provienen de CHISHOLM, R.; FEEHAN, T., “The intent to deceive”, *The Journal of Philosophy*, vol. 74, n° 3, 1977, pp. 143-148. Allí los autores proponen una detallada taxonomía de las distintas ocho formas comisivas y omisivas mediante las cuales una persona puede engañar a otra y ensayan una jerarquización acerca del desvalor intrínseco de cada una de éstas.

²¹¹ KANT, I., *Lecciones de ética* (ed. en español de RODRÍGUEZ ARAMAYO, R.; ROLDÁN PANADERO, C.), Ed. Crítica, 1988, p. 273.

es que ésta no tiene por objeto ambigüedades: si se determina el significado de las palabras que componen la frase proferida por quien miente y se les aplican las reglas gramaticales del lenguaje del que se trate, se obtiene un único posible significado que no se corresponde con la realidad (es falso) y ello es *verificable*²¹².

Pero no cualquier declaración (*statement*) que tiene por objeto una proposición literalmente falsa configura una mentira (por ejemplo, las afirmaciones realizadas irónicamente no lo son), sino únicamente aquella que se hace para ser tomada en serio. ¿Esto significa que, para que haya mentira, basta con que el comunicador aclare que “está hablando seriamente”? No, la mentira, tal como aquí la entenderé, requiere una aserción (*assertion*) que *justifique* que el receptor crea que el comunicador acepta la veracidad del objeto de su aserción y que quiere comunicar que la acepta²¹³.

Ahora bien, a pesar de que, desde nuestra socialización primaria, todos tenemos un concepto aproximado de mentira y experimentamos, en alguna medida, el rechazo que nos genera que nos mientan, no es sencillo captar con precisión en qué consiste su mal²¹⁴. Cierta profundización al respecto también es necesaria en este ámbito, pues el recorrido que realizaré en este capítulo apunta a establecer cuándo una conducta que afecta la función informativa del precio es, además, reprobable de acuerdo con las convicciones generalizadas con las que, en la sociedad en que vivimos, juzgamos los comportamientos.

Por un lado, existen argumentos de tipo consecuencialista para explicar por qué está mal mentir. Las siguientes palabras de Kant los sintetizan: si miento “hago, en lo que de mí depende, que las declaraciones en general no encuentren creencia alguna y también con ello que caduquen y pierdan vigor todos los derechos que están fundados en contratos; lo cual es una injusticia cometida con la humanidad en general”²¹⁵. Estas reflexiones pueden, perfectamente, trasladarse a las sociedades modernas y, particularmente, a las economías de mercado, en las que los individuos diariamente realizan transacciones con desconocidos, de forma estandarizada e impersonal. Si la

²¹² GREEN S., *op. cit.* (2013), p. 118-199.

²¹³ CHISHOLM, R.; FEEHAN, T., *op.cit.*, pp. 150-153.

²¹⁴ Las teorizaciones con respecto a este punto se remontan a San Agustín y encuentran en Kant a uno de sus principales exponentes. Para una reseña acerca de las principales posiciones, *vid.* FRIED, C. *Right and wrong*, Ed. Harvard University Press, Cambridge (Massachusetts), pp. 59-62.

²¹⁵ KANT, I., “Sobre un presunto derecho de mentir por filantropía” (trad. PALACIOS, J. M.), accesible en español en KANT, I., *Teoría y práctica*, Ed. Tecnos, Madrid, 1986, p. 63. En otros pasajes, sin embargo, queda claro que la visión de Kant al respecto no es de tipo consecuencialista, sino que él considera a la mentira como intrínsecamente mala (al respecto, *vid.* FRIED, C. *op. cit.*, pp. 60)

mentira se transformara en la regla, según proponen algunos autores, reinaría la desconfianza y ello afectaría la posibilidad misma de que los mercados existan.

Con todo, podrá advertirse que esa clase de razones guarda similitud con las tratadas al momento de analizar qué es lo que la manipulación de mercado lesiona. En efecto, los argumentos consecuencialistas ensayados por los autores brindan una explicación acerca del daño que produce la mentira, pero dejan inexplorado el punto relativo a lo que aquí entendemos como ilicitud material. Las razones que interesan para esta perspectiva son, en cambio, de tipo deontológico.

Para Fried, la respuesta nace de entender que la capacidad de juicio y, en consecuencia, de elección constituyen aspectos centrales de la personalidad moral²¹⁶. De acuerdo con esta visión, la libertad y la racionalidad forman parte de la capacidad moral: “un hombre es libre en la medida en que pueda actuar sobre la base de una valoración porque lo percibe como correcto; es libre en la medida en que pueda ser determinado a accionar por los juicios que su propia razón le ofrece”²¹⁷. Ahora bien, dado que la capacidad moral de elegir implica la capacidad de reconocer la materia con relación a la cual se actúa, así como también los resultados que nuestras elecciones producen, la verdad tiene un valor fundacional para la libertad y la racionalidad²¹⁸.

Considerada en esos términos, podría decirse que la mentira es *wrongful* porque *restringe la libertad del otro* en tanto, al creer en la veracidad de un enunciado falso, éste limita equivocadamente su razonamiento acerca de los cursos de acción que tiene a disposición con respecto a un determinado hecho. Pero esta explicación, todavía, ofrece razones que también corresponden al discurso acerca del daño que la mentira produce. El siguiente pasaje de Kupfer, lo ilustra con toda claridad y por eso merece la pena transcribirlo a continuación:

“Al creer verdadero aquello que es falso, o viceversa, se distorsiona la perspectiva de la persona engañada acerca del mundo y de sus posibles futuros en él. Como resultado, sus elecciones sobre cómo actuar en ese futuro se circunscriben. Al limitar el horizonte o contenido de su razonamiento práctico, la mentira restringe sus decisiones y por consiguiente sus acciones. Éste razona en los límites de una visión del mundo más o menos falsa. Mal informado, sus conclusiones prácticas y las acciones a las que éstas dan lugar están mal direccionadas.

²¹⁶ La “personalidad moral” y no “la capacidad de placer y de dolor” constituyen el aspecto fundamental del yo (RAWLS, J., *Teoría de la Justicia* [trad. GONZÁLEZ, M.], 6º reimpresión [1º ed. en español, 1979], Ed. Fondo de Cultura Económica, México, 2006, p. 508).

²¹⁷ FRIED, C., *op. cit.*, p. 63.

²¹⁸ FRIED, C., *op. cit.*, *ibidem*.

La mentira desorienta el razonamiento de la persona engañada acerca de su conducta futura en dos formas complementarias: puede sugerirle opciones que no están disponibles o excluir de su consideración otras que lo están. Tanto la ilusión como la exclusión de opciones limitan la libertad de la persona engañada. La primera hace que su razonamiento sea prácticamente inútil, pues retrasa o pospone las deliberaciones necesarias para el ejercicio de su libertad. La última elimina opciones del alcance de su voluntad, éstas quedan ocultas de su vista”²¹⁹.

Esta no es la única conclusión que deriva del valor fundacional que la verdad tiene para que las personas formen sus juicios acerca del mundo libremente y actúen en consecuencia. A partir de éste, también puede concluirse que la mentira es intrínsecamente mala (o, mejor dicho, materialmente ilícita) porque, con independencia de sus resultados, implica una falta de respeto hacia el otro. Cuando mentimos, consideramos aceptable la instrumentalización de su mente, de una manera que nos parecería inaceptable si se tratara de la nuestra²²⁰.

La mentira, en el sentido estricto que aquí le hemos dado, configura, además, un abuso de confianza. En efecto, dado que ésta requiere de una aserción, y no de una mera declaración, habilita a su receptor no sólo a creer en la veracidad del enunciado, sino también a asumir que el propio comunicador lo hace. En consecuencia, cuando alguien miente, viola esa confianza²²¹, independientemente de que sea descubierto o no. Y si, además, ocurre esto último, genera en sus víctimas la sensación de haber sido ultrajadas, no respetadas. En palabras de Adler, brutalmente arrasadas por una fuerza externa²²².

Este último aspecto difiere sustancialmente en el caso de otras formas de engaño distintas de la mentira o, más precisamente, de los engaños realizados por medios verbales o no verbales que *simplemente confunden* (en la terminología de Green, *merely mislead*). En estos supuestos, también se induce al receptor al error, pero a través de la

²¹⁹ La traducción del inglés me pertenece. En idioma original: “Believing true what is false or vice versa, the deceived’s perspective on the world and his possible futures in it are distorted. As a result, his choices of action concerning that future are circumscribed. By limiting the horizon or content of his practical reasoning, the lie restricts the choosing and subsequent acting of the deceived. He reasons within a more or less false view of the world; misinformed, his practical conclusions and the actions they motivate are misdirected. The lie misdirects the deceived’s reasoning about future conduct in two complementary ways: it may suggest choices that are not available or eliminate from consideration live options. Both the illusion and elimination of choice limit the deceived’s freedom. The first makes this reasoning practically fruitless, thereby retarding or postponing the deliberations necessary to the exercise of freedom. The latter excludes options from the scope of his volition; they are ‘shielded’ from his view” (KUPFER, J., “The Moral Presumption against Lying”, *The Review of Metaphysics*, vol. 36, nº 1, 1982, p. 106).

²²⁰ FRIED, C., *op. cit.*, p. 67. En igual sentido, se expresa MacCormick, para quien “mentir siempre involucra una falta de respeto para las personas” (MACCORMICK, N., “What is Wrong with Deceit?”, *Sidney Law Review*, 1982, p. 15)

²²¹ CHISHOLM, R.; FEEHAN, T., *op.cit.*, p. 153.

²²² ADLER, J., *op. cit.*, p. 442.

aserción (o declaración) de afirmaciones literalmente verdaderas o mediante acciones que no involucran el uso del habla. Ocurre, entonces, que la equivocación en la que cae el receptor no depende completamente del comunicador (como en la mentira), sino que es producto de la combinación de la actuación de este último con las inferencias equivocadas realizadas por aquel, quien, en consecuencia, también tiene cierto grado de responsabilidad por el error en el que incurrió²²³.

Es posiblemente a causa de esas diferencias que quien engañó suele sentir menos culpa que quien mintió, en tanto puede explicar la equivocación de la víctima en razones que no le son atribuibles. A su vez, quien fue engañado siente algo parecido a la vergüenza, por no haber sido capaz de evitar su propio error.

Acaso en virtud del tipo de “emociones reactivas”²²⁴ que una y otra clase de engaño generan, tradicionalmente, se ha entendido que la mentira entraña un desvalor significativamente superior al de las formas de engaño que simplemente confunden²²⁵. A la misma conclusión se arriba cuando se considera la restricción que el engaño produce en la libertad del receptor, en tanto los engaños distintos de la mentira, en principio, le dejan cierto margen de decisión que este último completa con su propio razonamiento, convirtiéndose así en una suerte de cómplice en el proceso de engaño.

Estas afirmaciones precisan ser matizadas. Ciertamente, puede compararse que el empacador del ejemplo de Kant lleva a cabo una acción menos digna de desaprobación que quien, con el mismo objetivo de inducir a otro a creer que está por viajar, lo afirma categóricamente. Pero estas diferencias tan evidentes se diluyen cuando estamos frente a engaños distintos de la mentira, que son de tipo comunicacional. Esta clase de prácticas requiere de un mayor esfuerzo que la simple mentira²²⁶. Quien desea ejecutarlas necesita encontrar un recurso que le permita lograr el mismo efecto (causar el error en el receptor), sin llegar a afirmar algo literalmente falso. En este sentido, si bien el éxito del mero engañador puede ser potencialmente más difícil que el del mentiroso creíble, su conducta configura un engaño más insidioso, más difícil de descubrir y, en caso de ser descubierto, más fácil de ser explicado como un malentendido.

Esto es lo que ocurre, por ejemplo, con el uso de estadísticas. En tanto se apoyan en valores verdaderos, éstas constituyen un medio sumamente atractivo y, generalmente,

²²³ GREEN, S., *op. cit.* (2013), pp. 120-121.

²²⁴ GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 122.

²²⁵ Así, ADLER, J., *op. cit.*, pp. 435-439; GREEN, S., *op. cit.* (2013), pp. 119-123.

²²⁶ ADLER, J., *op. cit.*, p. 440.

muy exitoso para engañar. Considérese el siguiente supuesto: en ocasión de un debate entre candidatos para las elecciones presidenciales de determinado país, el representante del partido gobernante exhibe un diagrama que ilustra el aumento que la renta nacional registró en el último año. El valor que surge de ese gráfico es del 10 %. Es real, pero no hay nada de magnífico en ese dato. Sin embargo, el político se abstiene de informar el porcentaje y únicamente muestra un plano cartesiano en el que el eje de las ordenadas (vertical), correspondiente al monto de los ingresos, comienza a partir de un valor apenas inferior a la renta nacional del primer mes del período considerado y aumenta con una proporción sustancialmente distinta a la del eje de las abscisas (horizontal), que corresponde a los meses del año. El resultado es una curva representativa del aumento de la renta nacional, que posee una pendiente mucho más pronunciada que la que se mostraría si la información expuesta en el eje vertical guardara proporción con la del eje horizontal. Así, el político en cuestión le comunica a la audiencia un mensaje más beneficioso para su campaña: en vez de informar que “la renta nacional aumentó un 10 %”, de mentir diciendo que “el aumento fue del 40 %” o de recurrir a la poco creíble afirmación acerca de que “la renta nacional creció ‘considerablemente’”, éste deja a todos sin palabras con un gráfico propio de una situación de plena prosperidad²²⁷.

Para Adler, casos como el que acabo de describir visibilizan que, a la hora de graduar el reproche que le corresponde a cada tipo de práctica, la diferencia más significativa no está presente tanto entre la mentira y otras formas de engaño, sino entre aquellas comunicaciones engañosas que incluyen una invitación al receptor a recoger sus implicaturas²²⁸, de aquellas que no. En el caso del político, su conducta es similarmente reprehensible a una mentira, si se considera que éste recurrió a una “sofisticada” estrategia para engañar, sin pagar con el costo ético (y, por tanto, reputacional) que aquella le habría acarreado.

En lo que interesa al análisis que seguirá en las siguientes páginas, estas reflexiones plantean una alerta: al examinar la ilicitud material de las distintas tipologías

²²⁷ El ejemplo está inspirado en HUFF, D., *How to Lie with Statistics*, Ed. Norton & Company, New York, 1954, pp. 60-66. Se sugiere su consulta para una elocuente demostración de las diferentes impresiones que generan distintas maneras de graficar un mismo valor.

²²⁸ ADLER, J., *op. cit.*, pp. 443-448. “Las implicaturas son aquellas proposiciones que, sin ser expresadas explícitamente, se infieren de lo que se dice y forman parte de aquello que el hablante trata de transmitir al oyente como ‘intentado’ (i.e. como formando parte de los objetos intencionales que trata de evocar en el oyente)” (RIVIÈRE., A; SARRIÁ, E., RUBIO, J.; NÚÑEZ, M.; SOTILLO, M.; QUINTANILLA, L.; ARIAS, L., “Procesos deductivos e implicaturas conversacionales: Una aproximación experimental”, *Estudios de psicología*, n° 45, 1990, p. 66).

de manipulación de mercado, será necesario prestar atención no sólo a sus características intrínsecas (medio utilizado), sino también al entorno en el que éstas tienen lugar (el mercado de capitales), cuyas peculiaridades determinan cuándo puede considerarse que la “invitación” a la que refiere Adler se verifica.

CUADRO N° 8²²⁹
CARACTERIZACIÓN DEL ENGAÑO

		Mentira exitosa (A)	Mentira idónea no exitosa (B)		Mentira inidónea (C)
Subcategoría de engaño	Mentira	Se dan las condiciones de (B) y: - <i>Z se toma en serio la proposición comunicada por X;</i> <i>Z cree que la proposición es verdadera porque le fue comunicada por X.</i>	X comunica una proposición falsa acerca de un hecho Y y: - <i>X da a entender que pretende ser tomado en serio;</i> - <i>Z advierte la seriedad de X;</i> X es más creíble si: - <i>X reviste una condición de autoridad respecto de Z;</i> - <i>Z confía en X.</i> Por otras razones, Z no cree que la proposición de X sea verdadera.		X comunica una proposición falsa acerca de un hecho Y, pero: - <i>X no da a entender que pretende ser tomado en serio;</i> - <i>y/o Z no advierte la seriedad de X</i>
	Otras formas de engaño	Otras formas de engaño que incluyen una invitación al receptor a recoger sus implicaturas (G) Se dan las condiciones de (F) y: <i>Z, recoge las implicaturas que lo conducen a tener una creencia falsa acerca de Y</i>	Otras formas de engaño exitosas (F) Se dan las condiciones de (E) y: <i>Z realiza una inferencia equivocada que lo conduce a tener una creencia falsa acerca de Y</i>	Otras formas de engaño idóneas no exitosas (E) X comunica una proposición literalmente verdadera con el objetivo de confundir a Z, y: - <i>X da a entender que pretende ser tomado en serio;</i> - <i>Z advierte la seriedad de X;</i> X es más creíble si: - <i>X reviste una condición de autoridad respecto de Z;</i> - <i>Z confía en X.</i> Por otras razones, Z realiza una inferencia correcta que lo conduce a una creencia acertada acerca de Y.	Otras formas de engaño inidóneas (D) X comunica una proposición literalmente verdadera con el objetivo de confundir a Z, pero: - <i>X no da a entender que pretende ser tomado en serio;</i> - <i>y/o Z no advierte la seriedad de X.</i>
Grado de ilicitud material	ALTO >  <BAJO				

²²⁹ Elaboración propia sobre la base de MACCORMICK, N., *op. cit.*, pp. 8-11 y ADLER, J., *op. cit.* pp. 443-448.

2.2. Primera aproximación: la mentira y otras formas de engaño como ilicitudes materiales relevantes para la manipulación de mercado

2.2.1. Manipulación informativa: declaraciones, anuncios, rumores, pronósticos, estimaciones, opiniones y puesta en escena de actos externos al mercado

De acuerdo con la definición de manipulación informativa aquí adoptada²³⁰, puede sostenerse con relativa facilidad que esta tipología responde *prima facie* a la configuración prototípica del engaño en sentido general. En efecto, quien difunde información falsa o engañosa comunica (a través de algún medio idóneo para alcanzar a más personas) un mensaje que no se corresponde con la realidad. A continuación, someteré a control esta afirmación preliminar. Para ello, analizaré de modo desagregado cada uno de los elementos característicos del engaño, en sus distintas formas, entrelazándolos con las diferentes variantes de aquella clase de conducta. El propósito de esta tarea es obtener, a partir de ella, un catálogo depurado de tipologías de manipulación informativa que cumplan con la doble exigencia de ser lesivas y, a la vez, materialmente ilícitas. Por último, verificaré si el carácter engañoso de esta clase de prácticas agota su contenido de ilicitud material o si, por el contrario, es necesario recurrir a otros conceptos adicionales para visibilizarlo en todo su alcance.

Ante todo, corresponde señalar que el requisito de intencionalidad, exigido en forma unánime por los autores para que pueda hablarse de engaño²³¹, permite inmediatamente excluir que esta clase de ilicitud material pueda predicarse respecto de manipulaciones informativas que sean el producto de un error: en el caso del prestigioso analista Y que, por error, informó acerca de la quiebra de J1, en todo caso, podrá reprochársele el perjuicio ocasionado y quizás hasta exigírsele un resarcimiento, pero, en función de la postura que aquí se defiende, esto no alcanza para que esa clase de comportamiento sea de aquellas que considero susceptibles de ser legítimamente criminalizadas.

²³⁰ Vid. cap. I, apartado 2.2.

²³¹ Vid. apartado 2.1. de este mismo cap.

Aclarado que sólo las difusiones intencionales de información falsa o engañosa configuran un engaño, estamos en condiciones de indagar a qué especie de engaño corresponden sus distintas variantes.

En su forma pura, la manipulación informativa consiste en la difusión de cierta información que induce a los participantes del mercado a actuar bajo una creencia equivocada. Esta clase de conducta se realiza mediante comunicaciones exclusivamente verbales, tanto orales como escritas. En consecuencia, se trata de una tipología que, en principio, puede configurar tanto un engaño en sentido amplio, como una mentira. Que se verifique una u otra dependerá, naturalmente, de las particularidades de cada hecho en concreto. Sin embargo, tal como enseguida se verá, esto no impide ensayar una clasificación preliminar.

En primer lugar, los mensajes acerca de *hechos concretos* (pasados, presentes o futuros pero no inciertos) son los que más fácilmente podrán adoptar la forma de la mentira. Para ello, sólo es necesario que la información falsa acerca del hecho del que se trate sea presentada como una aseveración concluyente. Así, si el periodista especializado A, en un boletín informativo semanal, anuncia: “en su yacimiento del Valle π , la emisora Y descubrió un nuevo pozo de gran potencial” y, en verdad, Y no descubrió ningún pozo (y esto le consta a A), podrá decirse que A mintió porque comunicó un mensaje cuya falsedad puede ser corroborada objetivamente y lo hizo a través de una aseveración. El boletín de prensa, en efecto, es una publicación que se realiza para ser tomada en serio, por lo que puede considerarse suficientemente justificado que sus destinatarios crean en el anuncio, así como también en que el propio A está convencido de que lo que informa es real.

En este punto, es preciso señalar que, en los mercados de capitales, junto con las *noticias* (entendidas en un sentido restrictivo, como comunicaciones dirigidas al público dotadas de seriedad), los *rumores* cumplen un rol importante para la toma de decisiones de inversión. La necesidad de adelantarse a lo que hará la mayoría para así obtener un margen de ganancias es lo que motiva que una práctica difundida, y aceptable, sea la de negociar sobre la base de rumores. No en vano, el viejo y conocido adagio reza: “*buy the rumor, sell the news*” (“compra el rumor, vende la noticia”). En este contexto, también una afirmación falsa hecha con tono de indiscreción puede configurar una verdadera aseveración (en el sentido del término que aquí he adoptado) y, por lo tanto, una mentira. Lo ejemplifico con algunas variaciones al caso planteado renglones más arriba: A refiere en un programa de radio que en el sector de los hidrocarburos se comenta que

Y realizó un importante descubrimiento en el Valle π y que está por anunciarlo. Si esto no fuera cierto (porque Y no descubrió ningún pozo, y A lo sabe), también podrá decirse que A mintió porque, por más que su mensaje sea presentado como “algo que se comenta”, dada la función de comunicador social que desempeña y las circunstancias que rodean a su mensaje (fundamentalmente, el hecho de que éste se divulga en un programa periodístico), estaría justificado que cualquier persona creyera que sus dichos pueden ser tomados en serio. Por otra parte, el hecho de que A, con la profesionalidad que lo caracteriza, reproduzca ese rumor, lleva a pensar que él mismo lo cree y esta circunstancia (que forma parte de otro plano de verdad) también puede, en ocasiones, ser información relevante para los inversores.

Las mismas razones por las que alguien podría estar dispuesto a invertir sobre la base de rumores son las que motivan a los participantes del mercado a querer vaticinar *hechos futuros e inciertos*: si la inflación disminuirá, si el país N caerá en default o si la empresa O aumentará sus ventas son ejemplos del tipo de información que un inversor estándar tiene en cuenta para decidir si adquirir valores negociables es una alternativa válida para mantener el poder adquisitivo de sus ahorros, si lo que conviene es invertir en bonos de N o si, en cambio, es mejor comprar acciones de O. Cuanto más atinada haya sido su predicción, más redituable resultará su inversión, especialmente, si con ella logró sacar una ventaja con relación a otros inversores que apostaron en sentido opuesto. El tipo de información al que hago referencia constituye el objeto de *pronósticos, estimaciones* y hasta *opiniones* que, dada la incertidumbre (riesgo) que caracteriza a las inversiones en el mercado de capitales, son tan o más relevantes que las noticias vinculadas a hechos pasados o presentes.

Al caracterizar a la mentira, enuncié como necesario que esta forma de engaño se presente como una aseveración verificable, es decir, que su valor de verdad sea determinable, aunque pueda no ser conocido al momento de realizarla²³². A primera vista, esta exigencia parecería impedir que pueda mentirse a través de un pronóstico o estimación pues, por definición, éstos no son verdaderos o falsos sino, en todo caso, más o menos ciertos. Por ejemplo: si P, director ejecutivo de Φ , informa en una ronda de prensa que estima que las ventas de esta última aumentarán considerablemente durante el año venidero y esto finalmente no ocurre, no podrá, en principio, decirse que P mintió

²³² HUMPHRIES, J., “The Logic of Assertion and Pragmatic Inconsistency”, *Canadian Journal of Philosophy*, vol. 3, n° 2, 1973, p. 179.

(o siquiera que engaño). En efecto, al expresar que se trata de una estimación, P no afirma como seguro el resultado, sino sólo como posible; el hecho de que, tiempo después, se verifique que éste no se da en la realidad no permite excluir esa posibilidad *ex ante*, es decir, al momento en que la estimación fue presentada.

Ahora bien, para que, en un caso como el planteado, el examen acerca de la ilicitud material pueda considerarse realmente agotado, considero necesario indagar en la veracidad de otros enunciados distintos al del objeto de la estimación. Me refiero, concretamente, a aquellos referidos a los argumentos expuestos por el comunicador en sustento de ésta y a la creencia que aquel mismo tiene con relación al resultado de la estimación. Volviendo al caso planteado: si bien puede decirse que el hecho de que las ventas de Φ no aumenten no convierte a la estimación de P en un engaño, será todavía posible afirmar que éste engaña (e, inclusive, que miente) si, en alguna medida, falta a la verdad con respecto a las razones por las que estima que aquel resultado se producirá o si hace creer que él mismo confía en la estimación, cuando no sea así. Considérense la siguiente variante al caso planteado: al exponer su estimación, P explica que ésta se basa en que, en el último año, la demanda de productos de Φ registró un incremento anual del 20 % y que esta tendencia debería sostenerse porque la coyuntura que la favoreció se mantiene. Así, si la demanda de productos de Φ , en realidad, hubiese registrado un descenso anual, podría decirse sin dificultades que P mintió en lo relativo a los fundamentos de la estimación. Similarmente, si el factor planteado por P fuera literalmente verdadero (porque la demanda anual efectivamente aumentó en el último año), pero omitiera exponer otros datos relevantes como, por ejemplo, que la demanda del último semestre descendió, podría concluirse que engaño. Por otra parte, si P no creyera en el pronóstico (por ejemplo, porque por su experiencia sabe que el mercado de los productos que vende Φ es altamente volátil y puede cambiar de un momento a otro, por lo que una estimación fundada en los datos expuestos no es suficientemente certera), al afirmar que él mismo estima que las ventas aumentarán, también estaría engañando.

Los ejemplos hasta aquí expuestos permiten visibilizar que la difusión de rumores, pronósticos, estimaciones u opiniones incide sobre planos de información (y, por lo tanto, de verdad²³³) distintos al del hecho que, desde un punto de vista estricto, constituye su objeto. Para arribar a un juicio exhaustivo acerca de la ilicitud material

²³³ El mismo Humphries especifica que el valor de verdad de lo que es afirmado (p) por alguien (x) es independiente del valor de verdad de la afirmación “x afirma p” (HUMPHRIES, J., *op. cit.*, p. 179).

que esta clase de conducta entraña, es entonces necesario que estos distintos planos sean tenidos en cuenta porque, como se vio, una clasificación exclusivamente basada en las características formales de la comunicación conduce a conclusiones que no reflejan el nivel de reproche que un determinado tipo de comportamiento puede merecer en el específico contexto del mercado de capitales. Éste es, en efecto, un ámbito negocial caracterizado por su impersonalidad y asimetría en el que, junto con actores profesionales con gran capacidad de obtención y procesamiento de información, intervienen pequeños inversores con limitado o nulo acceso a ésta, para quienes puede resultar entonces relevante información que en otros contextos no lo sería.

Frente a tales circunstancias, lo que, en definitiva, permite distinguir entre difusiones de información falsa o engañosa que son materialmente ilícitas de las que no lo son es establecer si, con independencia de que se trate de declaraciones, rumores, pronósticos, estimaciones, etc., éstas inciden en un plano de información que sería tenido en cuenta por un inversor medio a la hora de actuar²³⁴. El juicio acerca de cuáles son estos planos no es de tipo filosófico moral, ni jurídico, sino que es propio de las finanzas y, por lo tanto, excede a este espacio. Lo que, en cambio, sí puede concluirse aquí es que, establecido que determinado tipo de información es relevante en abstracto a los efectos señalados, su difusión intencional por medios verbales (tanto orales, como escritos), cualquiera sea el formato de la comunicación que los contenga y el tipo de mensaje generalmente asociado a éste, configurará un engaño, en la medida en que lleve al receptor a creer algo falso, y, además, ese engaño será específicamente una mentira cuando lo que se afirme sea literalmente falso.

Ahora bien, al tratar la cuestión relativa a la ilicitud moral que revisten las distintas formas de engaño, especifiqué que existe consenso en cuanto a que la mentira es más reprehensible que las restantes y di las razones en las que se funda esa visión. Tal como lo explicaré a continuación, estas consideraciones no pueden trasladarse

²³⁴ En ocasiones, el hecho de que alguien, cuya figura reviste cierta trascendencia, tenga una determinada opinión (o una determinada preferencia) tiene una enorme trascendencia para el mercado. Piénsese, por ejemplo, en las comunicaciones del magnate Elon Musk relacionadas con las criptomonedas: bastó que éste publicara un *tweet* con un meme acerca de una pareja que se separa, junto con una leyenda que contenía el dibujo de un corazón roto y el *hashtag* “#Bitcoin” para que la cotización de este último activo virtual descendiera un 6 %. Del mismo modo, su *tweet* que sólo decía “Una palabra: Doge” provocó que la cotización del Dogecoin aumentara un 20 % (para más información, *vid.* <https://edition.cnn.com/2021/06/04/investing/elon-musk-bitcoin-breakup/index.html>, enlace consultado el 24/6/2022).

automáticamente al ámbito del mercado de valores sino que, por las particularidades que vengo señalando, es necesario realizarles algunos ajustes.

En primer lugar, no debe perderse de vista que, en ámbitos altamente especializados, los seres humanos, como agentes racionales, todo el tiempo actuamos asumiendo la veracidad de afirmaciones y consejos que no podemos corroborar en forma directa. Específicamente, en el campo que nos ocupa, ya hemos visto que el inversor medio, dado que no tiene acceso a la mayor parte de la información relevante (porque ésta es de carácter privilegiado o sólo conocida por unos pocos) y que tiene limitadas capacidades y recursos para procesar aquella que es pública, recurre a las herramientas de decisión que, bajo los distintos formatos que mencioné anteriormente (anuncios, estimaciones, consejos, etc.), le proporcionan diferentes actores calificados, tales como las agencias de *rating* o de calificación de riesgo, los analistas de mercado, los periodistas especializados y los *insider* cuyo carácter de tales es públicamente conocido²³⁵. Frente a los inversores, esa clase de sujetos reúnen, por tanto, la “condición de autoridad” a la que se refiere MacCormick, quien explica que, cuando el comunicador posee mayores conocimientos que el receptor con relación a la materia que es objeto del mensaje, este último deposita en él su confianza: es así que, de reunirse ambas condiciones (autoridad y confianza), las personas están listas para obrar de acuerdo con la información comunicada por esas fuentes²³⁶ o, en lo que nos interesa, para negociar sobre la base de ésta.

En función de las características específicas del mercado de capitales, entonces, cuando el engaño es puesto en acto por esa clase de autores, los contornos entre la mentira y otras formas de llevar a confusión al receptor se diluyen, porque las víctimas (los inversores medios) está en condiciones epistémicas tan inferiores a las de su perpetrador, que no puede considerárselas verdaderamente responsables por las inferencias que realizan. El siguiente ejemplo lo ilustra claramente: si, en el segmento “Finanzas para todos” de un noticiero dirigido a familias, el reconocido analista U

²³⁵ El rol de los analistas de inversión y, en particular, la publicación de reportes sesgados fueron factores tan determinantes para la burbuja de los años 2000 que, a raíz de investigaciones iniciadas en forma separada por distintos reguladores (entre estos, la SEC) y por la Procuración General del Estado de Nueva York, en 2003 se suscribió un acuerdo global (conocido como “Global Resolution”) con diez de los bancos de inversiones más importantes de Wall Street, que fueron obligados a pagar mil cuatrocientos millones de dólares y a proporcionarle a sus clientes asesoramiento financiero independiente a través de otras firmas (para más detalles, *vid.* <https://www.sec.gov/news/press/2003-54.htm>, enlace consultado el 24/6/2022).

²³⁶ MACCORMICK N., *op.cit.*, pp. 9-10.

informara que las utilidades de la emisora V, considerando globalmente los últimos cinco años, fueron superiores a las de la emisora W, dejando intencionalmente de aclarar que las utilidades generadas por W, en los últimos dos años, superaron ampliamente a las de V en el mismo período, su auditorio no podía más que concluir que U informó que V tiene un mejor desempeño que W. En efecto, el hecho de que un experto como U exponga el valor quinquenal y no otro (como, por ejemplo, el bianual) lleva implícita una fuerte invitación al público inexperto a creer que ese es el único relevante y que, por lo tanto, las conclusiones que de éste se derivan pueden ser consideradas razonablemente válidas.

Por fuera de los casos de mentiras o simples engaños llevados a cabo por sujetos calificados, el margen entre la ilicitud moral de una y otra práctica también se reduce si se tiene en cuenta que la manipulación informativa es una estrategia de engaño específicamente comunicacional a la que, por lo tanto, le son aplicables las matizaciones apuntadas por Adler²³⁷. Así, si la divulgación de un mensaje ambiguo va acompañada de otros elementos intrínsecos (como su tono, los gestos que lo acompañan, etc.) o extrínsecos (el contexto en el que se lo realiza, otras acciones que se ejecutan en forma concomitante, etc.) que le dan soporte a la inferencia realizada por su receptor, podrá entenderse que el objeto de esta última estaba implicado en aquel y, por lo tanto, existía una invitación a que el receptor lo creyera incluido en el mensaje. Tal es el caso, por ejemplo, de quien, junto con la divulgación de una noticia ambigua con relación a la situación financiera de una emisora, se desprende de forma ostensible de sus obligaciones negociables²³⁸ pues, de este modo, estará invitando fuertemente a quienes reciban ese mensaje global (noticia + ventas) a interpretar que la emisora presenta un panorama desfavorable en cuanto al riesgo de incumplimiento de sus deudas.

Ahora bien, como ya se dijo, la manipulación informativa también puede llevarse a cabo mediante la puesta en escena de determinados comportamientos externos al mercado. Por ejemplo, Allen y Gale relatan el caso de la *American Steel and Wire Company*, cuyos directores vendieron en corto²³⁹ las acciones de la empresa y cerraron sus establecimientos productivos. Así, cuando el mercado tomó conocimiento de esto

²³⁷ Vid. apartado 1 de este mismo cap.

²³⁸ Tal como está planteado, el ejemplo no configura un supuesto de manipulación mixta informativa-operativa porque, de acuerdo con la caracterización adoptada aquí, esta categoría manipulativa exige que las operaciones realizadas por el autor, de no haber sido acompañadas de la difusión de información, encuadren bajo el supuesto de manipulación operativa.

²³⁹ Para una definición de “venta en corto” vid. nota 44.

último y el valor de las acciones descendió de US\$ 60 a US\$ 40, los directivos cancelaron los correspondientes préstamos e, inmediatamente luego, reabrieron las plantas²⁴⁰.

Estrategias como la que acabo de relatar engañan porque, indirectamente, comunican un mensaje que no se corresponde con la realidad. En el caso descrito, el cierre momentáneo de las plantas fue posiblemente leído por el mercado como indicativo de una situación que afectaba la actividad de la empresa y, por ello, condujo a los inversores a desprenderse de sus tenencias.

Si bien sería extraño que, en la actualidad, maniobras de estas características no vayan acompañadas de algún recurso comunicacional (y que, por ello, pudieran configurar una mentira), lo que aquí interesa destacar es que la clase de engaño que éstas generan también es altamente reprehensible, especialmente, si sus autores se valen de estrategias sofisticadas. En efecto, en virtud de la asimetría informativa a la que vengo refiriéndome, su nivel de insidia sería tan alto que no parece justificado distinguirlas de una verdadera mentira.

2.2.2. *Manipulación operativa impropia: transacciones engañosas*

Algo similar a lo analizado con respecto a la difusión de información falsa ocurre con las prácticas manipulativas basadas en la realización de transacciones, cuyo volumen no alcanza para incidir de forma directa en el precio. Estas tipologías, en efecto, se caracterizan por la puesta en acto de negociaciones que en sí mismas constituyen el “mensaje” que se transmite al mercado. Por medio de éste, se induce a otros inversores a tomar posiciones en el sentido sugerido por el manipulador²⁴¹.

A partir de los trabajos de Gilson y Kraakman²⁴² y, en particular, del concepto de “negociación informada por derivación”, se puede explicar la concreta dinámica con la que esto ocurre. Ésta consiste en que los participantes que no cuentan con recursos para acceder y/o procesar información relevante para tomar sus decisiones de inversión (que son la mayoría) observan la actividad de otros y, a partir de ésta, extraen conclusiones acerca del conocimiento que aquellos sí puedan tener. Para esto, recurren a dos

²⁴⁰ ALLEN, F.; DOUGLAS, G., “Stock-Price Manipulation”, *The Review of Financial Studies*, vol. 5, n° 3, 1992, p. 504.

²⁴¹ LONDOÑO, *op. cit.* (2013), p. 104.

²⁴² *Vid.* cap. III, apartado 2.4.2.

estrategias: cuando el sistema les permite conocer la identidad de quienes negocian, prestan atención a las operaciones en las que intervienen sujetos reconocidamente informados y, con base en éstas, realizan deducciones a partir de las cuales definen su propia actividad en el mercado. En cambio, cuando esto no es posible (porque, como generalmente ocurre, los mercados no permiten conocer esa información) interpretan datos anónimos acerca del precio y volumen de negociación y los confrontan con la información de la que disponen y/o sus expectativas acerca de lo que otros pueden conocer. Allí donde las variaciones en esos indicadores (precio-volumen) son inexplicables salvo en caso de que alguien esté operando sobre la base de información, aquellas mismas son indicativas de la presencia de esta última.

De lo dicho se sigue que, cuanto más disponible esté la información acerca de las operaciones que realiza el sujeto manipulador y cuanto más fácilmente interpretable por todos los participantes del mercado sea, en mejores condiciones estarán éstos para realizar inferencias acerca de la existencia de novedades con relación a alguno de los atributos de los activos negociados y a operar en consecuencia. Así, a mayor volumen negociado en las transacciones manipulativas, más fuerte y claro será el mensaje que, de ser tomado como cierto por los restantes inversores, los llevará a seguir la tendencia establecida por aquellas, así reforzándolo e invitando a otros a creerlo.

Si bien, en función de estos mecanismos, puede ya intuirse por qué, en principio, es correcto afirmar que quien sólo realiza transacciones, sin “decir” nada al respecto, también puede *engañar* a otros participantes, es oportuno indagar acerca de cuáles son los requisitos que aquellas deben reunir para que esto ocurra, así como también cuál es la clase de engaño que mejor las describe.

Considérese primero el siguiente supuesto de *colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas*²⁴³: X, inversor experimentado, diseña una estrategia para obtener el mayor precio posible por las acciones de Y que posee. Para esto, lanza, al mismo tiempo, órdenes de compra y de venta de esas acciones, ambas por el precio de venta más alto que se registra en ese momento. Las primeras son por volúmenes diez veces superiores al promedio del mercado para esa especie en particular. X le permite al sistema de negociación que los restantes participantes las vean en su totalidad. Las segundas, en cambio, son por volúmenes significativamente inferiores, similares a los

²⁴³ Vid. cap. I apartado 2.2.

de mercado, y se lanzan mediante la tipología de “órdenes iceberg”²⁴⁴, que permite que el volumen total de una orden sea fraccionado, de manera tal que sólo una parte sea visible para el mercado. Dado que no tiene intención alguna de ejecutar las órdenes de compra, X las retira. En cambio, sigue adelante con las de venta, por las que obtiene el precio deseado²⁴⁵.

En un caso como el descrito, no parece dificultoso caracterizar a las órdenes de compra lanzadas por X como simuladas. En efecto, tal como surge de la descripción de los hechos, X jamás quiso realizarlas, sino que sólo dio la *apariencia* de querer hacerlo. Esto, por otra parte, se hizo manifiesto cuando las transacciones asociadas a aquellas órdenes de compra no se llevaron a cabo (porque el mismo X las canceló), mientras que las correspondientes a las órdenes de venta sí.

Entre afirmar que alguien simula transacciones en el mercado de capitales y afirmar que ese alguien engaña hay un solo paso lógico: si engañar es comunicar un mensaje con el que se pretende confundir al receptor y si, en los mercados secundarios, las transacciones son mensajes, de ahí se sigue que, cuando se las simula, se engaña, porque se confunde a otros participantes haciéndoles creer que éstas son reales cuando, en verdad, no lo son. Más precisamente, en el caso de X, ese engaño es una *mentira*²⁴⁶, porque el mensaje que comunican las transacciones que simula no sólo confunde, sino que es directamente *falso*: sus órdenes, en efecto, le transmiten al resto de los inversores que alguien está dispuesto a comprar un alto volumen de acciones de Y, por un precio elevado, pero esto, lisa y llanamente, no es así. Además, al haber sido cursadas por la vía prevista de acuerdo con las reglas del mercado, éstas reúnen la seriedad exigida para que pueda considerarse justificado que aquellos las consideren verdaderas.

De acuerdo con lo dicho hasta aquí, entonces, la manipulación operativa impropia puede ser descripta como un engaño, en la medida en que se valga de transacciones simuladas. El *quid* de la cuestión sería, por tanto, establecer cuándo puede hablarse de simulación.

²⁴⁴ Ésta es otra denominación para las órdenes con volumen oculto. Sobre este concepto, *vid.* nota. 70.

²⁴⁵ El ejemplo se extrae de los hechos atribuidos al socio, jefe de inversiones y administrador de portfolios de Fenician Capital Management LLP, Corrado Abbattista, a quien, en diciembre de 2020, la Financial Conduct Authority del Reino Unido le impuso una multa de £ 100.000 y lo inhabilitó por abuso de mercado (para mayores detalles, *vid.* <https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/corrado-abbattista-dec-2020.pdf>, enlace consultado el 24/6/2022).

²⁴⁶ La mentira no exige comunicaciones verbales. Se puede mentir mediante actitudes, gestos e, inclusive, mediante señales de humo (*cfr.* CHISOLM, M; FEEHAN, T., *op. cit.*, p. 149).

Piénsese ahora en un inversor A que, con el objeto de beneficiarse del reembolso que ciertos agentes le ofrecen a quien coloca inicialmente órdenes de compra o venta²⁴⁷ de determinadas acciones B, abre cuentas a nombre de distintas personas frente a varios agentes que poseen políticas de comisiones diferentes. Así, mediante el acceso a esas cuentas a través de redes privadas²⁴⁸ (que le permiten mantener oculta su geolocalización), coloca órdenes desde las que están abiertas ante quienes reconocen aquel reintegro, para luego introducir órdenes, en el sentido contrario, desde cuentas abiertas ante agentes que no cobran comisiones a quien complete órdenes ya colocadas por otro participante²⁴⁹.

En este supuesto, encuadrable como *wash sale*, también es relativamente fácil afirmar que estamos frente a transacciones simuladas y, específicamente, a una mentira. En efecto, al posicionarse en ambos lados (comprador y vendedor) de las operaciones, A le hace creer a otros participantes que hay al menos dos sujetos (uno por el lado comprador y otro por el lado vendedor) dispuestos a negociar B cuando, en realidad, se trata de él mismo.

Pero esta afirmación se complejiza cuando las simulaciones adquieren un grado apenas superior de sofisticación, como puede ser la utilización de *órdenes cruzadas*. Supóngase que C y D se ponen de acuerdo para lanzar durante todo un día órdenes de compra y de venta de las acciones de la firma E, por un mismo volumen y precio. Cuando C venda, D se ubicará del lado comprador; en cambio, cuando C compre, D venderá. Al hacerlo, ambos utilizan sus respectivas cuentas de inversiones desde las cuales, en función de cada transacción, se debitan las acciones de E o se las acredita. Asimismo, C y D transfieren a través de los bancos de los que son clientes los montos que les corresponde abonar cuando se encuentran del lado comprador y pagan religiosamente las comisiones que les exigen sus agentes y los impuestos que gravan esa clase de operaciones bursátiles²⁵⁰ (*variante a*).

²⁴⁷ Mediante los programas “*maker-taker*”, se cobran distintas comisiones a quien coloca una orden respecto de un valor negociable sin que, en el momento, existan órdenes en sentido contrario (*maker*) y a quienes las introduzcan una vez que en el mercado ya se registra una (*taker*). Acerca de esta clase de incentivos, *vid.* <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-maker-taker-fees-on-equities-exchanges.pdf> (enlace consultado el 24/6/2022).

²⁴⁸ Más conocidas por su acrónimo en inglés VPN (*virtual private network*).

²⁴⁹ El ejemplo se extrae de los hechos por los cuales, en 2021, la SEC presentó cargos contra Suyun Gu y Yong Lee (para más información, *vid.* <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-195>, enlace consultado el 24/6/2022).

²⁵⁰ El ejemplo se extrae del caso conocido en Argentina como “De Carabassa”, que dio lugar a un pronunciamiento de la CSJN en materia de manipulación de mercado (CSJN, Fallos 318:884), cuyo

¿También en este caso podría decirse que las transacciones que C y D realizan entre sí son “simuladas”? Y, si esto es así, ¿cuál es el criterio para determinarlo?

Ante todo, puede observarse que, a diferencia de lo que ocurre con la colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas y con las *wash sales*, en el caso que acabo de plantear, las transacciones de C y D le comunican al mercado que hay dos participantes que están comprando y vendiendo acciones de E y no puede negarse que esto es así pues, como dije, cada vez que éstos concretan una operación, se verifica un cambio de titularidad de esos activos y, en consonancia, el valor monetario que éstas representan pasa de una parte a otra. Como consecuencia de ello, podría concluirse que C y D no están simulando sus operaciones.

Esa respuesta, a mi juicio, no es aceptable. Porque, si se analiza con mayor detalle el comportamiento en el mercado de C y D, pueden detectarse otros elementos que permiten caracterizarlo como simulado y, por tanto, engañoso. En primer lugar, el cambio de titularidad que se produce en el plano formal no se traduce en un cambio real del beneficiario final²⁵¹ de las tenencias accionarias: si C y D, al acordar la estrategia que seguirían adelante, tenían cada uno 100 acciones de E, al culminarla, también tendrán esa misma cantidad. En este sentido, lo determinante no es el estado de cosas que se genera con cada transacción (la “foto”), sino si, al fin de cuentas, esas transacciones produjeron alguna modificación a ese estado de cosas (la “película”).

Lo dicho en último término se relaciona con un segundo aspecto que está presente en cualquier operación genuina del mercado de capitales y que tampoco puede hallarse en el caso. Me refiero, concretamente, al traslado de riesgo entre los participantes. Si cada valor negociable trae aparejado cierto riesgo²⁵² (de crédito, de

objeto central de la discusión ante los tribunales argentinos era si las transacciones llevadas a cabo por De Carabassa podían ser calificadas como “negociaciones fingidas” (expresión contenida en el viejo art. 300 CP), puesto que habían sido documentadas con los respectivos contratos; se habían pagado los derechos, impuestos y comisiones correspondientes; se habían registrado en los libros de los agentes de bolsa intervinientes y se había concretado la tradición de las acciones y el pago del precio alcanzado. Para mayores detalles acerca de este caso, *vid.* cap. V, apartado 1.2.3.

²⁵¹ El concepto de “beneficiario final” has sido ampliamente desarrollado en el ámbito de la lucha contra el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo, lo que ha determinado, inclusive, su recepción legislativa en algunos países (por ejemplo, en Argentina, a través de la Resolución UIF 112/2021). De acuerdo con la definición del principal organismo en la materia, “se refiere a la(s) persona(s) natural(es) que finalmente posee o controla a un cliente y/o la persona natural en cuyo nombre se realiza una transacción. Incluye también a las personas que ejercen el control efectivo final sobre una persona jurídica u otra estructura jurídica” (GAFI, “Glosario General a las 40 Recomendaciones”, disponible en <https://www.gafilat.org/index.php/es/biblioteca-virtual/gafilat/glosario/3871-template-gafilat-glosario/file> [enlace consultado el 24/6/2022]).

²⁵² *Vid.* cap. I, apartado 1.

empresa, etc.), cuando alguien se lo vende a otro, ese otro asume ese riesgo. Pero, en el caso de C y D, está claro que esto no ocurre, porque el esquema de transacciones perfeñado tiene como consecuencia que, al final de día, pese sobre cada uno la misma cuota de riesgo que tenía por la mañana, es decir, la correspondiente a sus tenencias.

El problema de estas consideraciones es que si, en cambio, la estrategia de C y D incluyera alguna modificación (aun pequeña) en el beneficiario final y en la asunción de riesgo, esto ya impediría hablar de simulación. Supongamos que C, que tiene 100 acciones de E, quisiera adquirir 20 acciones más y que, para hacerlo, se pusiera de acuerdo con D (que también tiene 100 acciones) en que, al cabo de todas las órdenes cruzadas, se quedará con esa cantidad por la que, como vimos, pagaría el precio convenido en las transacciones llevadas a cabo en el mercado (*variante b*): ¿se podría todavía afirmar que C y D están llevando a cabo una simulación?

Una respuesta posible sería que, por la parte por la que se verificó un cambio de beneficiario final (y del relativo riesgo), no hubo simulación mientras que, por la restante, sí la hubo. Sin embargo, esto dejaría irresueltos casos sustancialmente similares como el que se daría si, al cabo de una intensa actividad de compras y ventas recíprocas, C se quedara no con una parte, sino con todas las acciones de D, pagando el precio correspondiente (*variante c*).

Para dar una solución global frente a esta clase de conductas considero, por tanto, más adecuado recurrir a otro criterio, que surge del siguiente interrogante: si los participantes medios del mercado conocieran todos los detalles (partes involucradas y sus eventuales vínculos, beneficiarios finales, volumen total, precio efectivamente abonado, comisiones pagadas, etc.) de la/s transacciones en cuestión, ¿estarían habilitados *racionalmente* a creer que éstas se basan en información relevante que ellos desconocen?

A mi juicio, la respuesta es que no porque, en cualquiera de las tres variantes al caso, para cualquier operador racional que accediera a aquellos detalles estaría claro que las transacciones realizadas por C y D son *irracionales* y *antieconómicas*; o, mejor dicho, que lo son, salvo que se consideren sus potenciales efectos sobre la negociación de otros²⁵³.

Para verlo, supongamos que los restantes operadores supieran que:

²⁵³ Para Perdue, la manipulación es una conducta que, en ausencia de un efecto sobre el precio de mercado, sería antieconómica o irracional (PERDUE, W., "Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense", *Fordham Law Review*, vol. 56, 1987, pp. 345-402).

1) en el lado comprador y en el lado vendedor, se encuentran alternadamente siempre las mismas personas (variantes a, b y c);

2) al final del día, cada uno mantendrá las mismas tenencias (variante a) o que, pese a haber realizado compras por un volumen significativamente superior a 100 acciones, al final del día, todas ellas condujeron a que entre esas personas sólo se transfirieran 20 acciones (variante b) o 100 (variante c);

3) quienes realizaron esa compras y ventas recíprocas pagaron por todas ellas comisiones e impuestos (variantes a, b y c).

Frente a ello, está claro que nadie estaría (por supuesto, racionalmente) dispuesto a creer que esas transacciones reflejan el conocimiento de información relevante acerca de las propiedades del valor negociable en cuestión porque, ya sea que ésta aconsejara su venta o su compra, no habría motivos lógicos para realizar esas operaciones múltiples veces, en forma contradictoria (comprando y vendiendo alternadamente) y generando más gastos que los exclusivamente necesarios para obtener la posición deseada.

El criterio planteado también aporta una solución para otros grupos de casos cuya caracterización como simulados, en principio, puede parecer forzada: supóngase que, actuando en forma concertada, tres operadores (F, G y H) introducen en el mercado, a título propio, pero a través de distintos agentes, numerosas órdenes de venta, por cantidades reducidas, de acciones de la *small cap*²⁵⁴ I y las cumplen. Otros operadores interpretan esto como malas noticias y también proceden a desprenderse de sus tenencias en I, lo que conduce a una baja del precio. Inmediatamente luego de que esto ocurre, F, G y H compran un importante volumen de estas acciones a ese valor reducido²⁵⁵.

En el supuesto de *painting the tape* planteado, los tres operadores no sólo introducen órdenes que están dispuestos a cumplir, sino que, efectivamente, las ejecutan y transfieren los valores correspondientes, generando un cambio definitivo de titularidad y trasladando el relativo riesgo. Sin embargo, afirmar que, por ello, no puede hablarse

²⁵⁴ La capitalización bursátil es el “valor total de las acciones de una empresa, sector, mercado, etc., calculado sobre la base de su cotización en bolsa” (RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 29/4/2022). Las acciones de empresas de baja capitalización bursátil (habitualmente conocidas como *small caps*) son más fácilmente manipulables dado que, a menor volumen negociado, mayor es la posibilidad de ejercer poder de mercado e incidir en el precio de la cotización.

²⁵⁵ El ejemplo se extrae de los hechos por los cuales, en 2019, la SEC presentó cargos contra Jiali Wang y Xiaosong Wang (para más información, *vid.* <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-216>, enlace consultado el 24/6/2022).

de operaciones engañosas es, intuitivamente, como mínimo chocante. A mi juicio, el criterio propuesto pone en palabras esa intuición: si los otros participantes del mercado supieran que esas múltiples órdenes de venta, en verdad, son un fraccionamiento de las ventas de F, G y H, que éstos actuaban de modo concertado y que ya tenían previsto comprar un importante volumen de las mismas acciones, ¿creerían racionalmente que esas ventas se hacen sobre la base de información que le aconseja a los autores de esas operaciones desprenderse de esos valores? Es evidente que no.

De acuerdo con lo dicho hasta aquí, la manipulación operativa impropia configura una forma de engaño, porque sus autores se valen de transacciones que comunican un mensaje que confunde a sus receptores. Específicamente, éstas les hacen creer que sus autores se basan en información relevante (y desconocida para el público) para realizarlas cuando, en realidad, no es así. Algunas tipologías que integran esta subcategoría de manipulación pueden, inclusive, dar lugar a una mentira. Para ello, es necesario que las transacciones sean falsas, en el sentido de que comuniquen un mensaje que sea contrario a lo que ocurre en la realidad.

Por último, es necesario precisar que los alcances del mensaje que se difunde mediante la simulación de transacciones no dependen sólo del medio pergeñado por sus autores, sino también de las especificidades del contexto en el que se lo transmita: así si, de acuerdo con las reglas de un mercado, el mecanismo formal para comunicarle a sus participantes que se desea vender (o comprar) un determinado valor negociables es la colocación de una orden en su plataforma de negociación, podrá decirse que quien lo hace sin la intención de ejecutarlas está mintiendo, porque su acción reúne el requisito de asertividad exigido para que pueda considerarse configurada esta clase de engaño. En cambio, si, en el contexto de un sistema de negociación que no revela la identidad de los inversores, dos personas, actuando de consuno y usando sus cuentas abiertas ante distintos agentes, se venden y se compran recíprocamente un mismo activo, sólo podrá decirse que éstas engañan, pero no que mienten. En efecto, por las particularidades de esa plataforma, el mensaje que esas transacciones transmiten no es falso (como, en cambio, lo sería si la plataforma exhibiera la identidad de quienes operan y aquellas actuaran bajo distintos nombres falsos), sino sólo engañoso, en la medida en que habilita a quienes lo reciben a concluir que esas múltiples operaciones están siendo llevadas a cabo por más personas.

2.2.3. Manipulación mixta informativa-operativa

El engaño también explica la ilicitud material de la manipulación a la que aquí caractericé como mixta²⁵⁶, de la misma manera que lo hace con cada una de las variantes que ésta integra, por lo que no es necesario detenerse específicamente en las dinámicas con las que esto ocurre, que ya fueron desarrolladas en cada uno de los respectivos apartados. Sin perjuicio de ello, el sentido de mantener separada a esta categoría manipulativa radica en que la combinación de elementos que la caracteriza incide en el plano de la graduación del reproche que corresponde asignarle.

El siguiente ejemplo lo ilustra claramente: si un reconocido analista J divulga una noticia positiva respecto de una emisora, que es literalmente falsa, y, al mismo tiempo, realiza numerosas compras fraccionadas²⁵⁷ de las obligaciones negociables de esa firma, de acuerdo con lo dicho hasta ahora, estará, por un lado, mintiendo y, por el otro, engañando. A primera vista, podría concluirse que la mentira agota la ilicitud material del engaño porque, al considerarse la de este último más leve, ya está abarcada por aquella, del mismo modo que el reproche que merece una persona por efectuarle a otra una lesión cortante está abarcado por el que corresponde al homicidio, si ese corte le hubiera ocasionado la muerte.

A mi juicio, esa conclusión es equivocada. En efecto, a partir de la combinación de ambos elementos, la mentira comunicada no es una simple mentira, sino una particularmente insidiosa: desde la perspectiva del inversor, no es lo mismo recibir la noticia (por ejemplo, porque J la divulga a través de una *newsletter* que envía a una lista de suscriptores) que recibirla y, además, observar en el mercado una actividad consistente con esa noticia.

No sólo la mentira se vuelve más reprehensible cuando va acompañada de acciones, como acabamos de ver, sino también el engaño, haciendo que la brecha que separaría su desvalor del de la mentira se acorte hasta casi desaparecer. Supóngase, por ejemplo, que en la emisora K, dedicada a la industria farmacéutica, se está por finalizar el desarrollo de un novedoso remedio que, de comercializarse, le generará

²⁵⁶ *Vid.* cap. I, apartado 2.2.

²⁵⁷ En el caso planteado, se asume que J realiza las compras fraccionadas sin que el sistema le comunique a los participantes su identidad. Si, en cambio, ésta última se diera a conocer de algún modo (por ejemplo, iniciativa de J o por las características del sistema de negociación), las operaciones tendrían además como efecto reforzar la mentira de J en el plano de verdad relativo a que él mismo cree en la noticia que está dando.

importantísimas ganancias. Antes de que esto último ocurra, sus directivos (L y M) toman conocimiento de que la empresa está por ser objeto de una millonaria demanda colectiva por enfermedades ocasionadas por otro de los productos que comercializa. Así, dado que L y M saben que para la producción masiva del nuevo fármaco necesitarán financiación, pero que en el momento no cuentan con la situación crediticia para obtenerla, y que la situación sólo empeorará cuando trascienda la noticia de la demanda, deciden actuar para hacer subir el precio de las acciones de K y, de este modo, mejorar su posición ante los bancos antes de que ello ocurra. Primero, le piden al periodista N, de gran trayectoria en el ámbito de las finanzas, que difunda información positiva acerca de la emisora. N, a quien en el pasado L y M beneficiaron con importantes favores, no puede negarse a ayudarlos, pero les dice que no está dispuesto a mentir públicamente, por lo que será necesario que hagan algo más para que lo que él pueda decir sea de alguna utilidad. En consecuencia, junto con L, M y N diseñan la siguiente estrategia: por un lado, mediante identidades falsas, L y M lanzarán múltiples órdenes de compra fraccionadas, con el objeto de generar la apariencia de una intensa demanda de las acciones de K. Por su parte, N, también le ordenará a uno de sus agentes (que sabe que es muy indiscreto) que proceda a la compra de esos valores. Horas después de que esas transacciones comienzan, N, en un programa radial, afirma lo siguiente: “no puedo dar mayores detalles, pero sí anticiparles que hay muy buenas noticias para quienes tienen posiciones en la emisora L; si la audiencia no me cree, le sugiero que mire atentamente lo que está pasando en el mercado M con sus acciones, parece que no soy el único al tanto”.

Pues bien, de acuerdo con los requisitos de la mentira que, a esta altura, ya hemos desarrollado ampliamente, es claro que el comportamiento de N, en el programa radial, no configura una mentira, sino sólo un engaño, dado que es literalmente verdadero que hay buenas noticias acerca de K (la finalización del desarrollo del nuevo fármaco). Lo que ocurre, sin embargo, es que el enunciado de N, de la manera en que fue comunicado, lleva a confusión a los inversores, porque no sólo los induce a creer que hay buenas noticias, sino también que *sólo* hay buenas noticias (tan buenas, que vale la pena invertir en función de ellas). En particular, la exhortación a prestar atención a las operaciones (simuladas) del mercado, que N incluye en su declaración, y el hecho de que éstas efectivamente están ocurriendo (porque él mismo y otros individuos a los que está asociado en la tarea de engañar las están llevando a cabo) consolida, frente a la

audiencia, la invitación a tomar por válido el mensaje en todo su alcance, el implícito y el explícito.

En el ejemplo queda visibilizada la proximidad entre la mentira y el engaño, a la que hacía alusión Adler, cuando las comunicaciones engañosas incluyen una invitación al receptor a recoger sus implicaturas²⁵⁸, de aquellas que no. Así, el terreno de las manipulaciones de tipo mixto es, particularmente, uno de los que requieren que el análisis del grado de ilicitud material se realice con mayor atención, para captar las sutilezas que, en el plano del desvalor, conllevan las conductas que combinan estrategias comunicacionales y transaccionales. En tal sentido, no debe olvidarse que, como se dijo, el engaño puede ser una estrategia, más sofisticada, para confundir a otros, sin pagar con el costo ético y de detección que, en el específico contexto del mercado de capitales, podría acarrear la mentira.

²⁵⁸ Al respecto, *vid.* apartado 2.1. de este mismo cap.

CUADRO N° 9
ILICITUD MATERIAL COMPARATIVA: MANIPULACIÓN INFORMATIVA, OPERATIVA Y MIXTA

			Objeto de la comunicación engañosa	
Tipo de comunicación	Verbal (V)	Mentira (M)	Hechos concretos literalmente falsos	Fundamento literalmente falso de pronósticos y estimaciones Creencia literalmente falsa del comunicador con relación a pronósticos y estimaciones
		Otras formas (OF)	Hechos concretos literalmente verdaderos + invitación a recoger implicaturas (por ejemplo autores que revisten "condición de autoridad")	Hechos concretos literalmente verdaderos o fundamento literalmente verdadero de pronósticos y estimaciones o creencia literalmente falsa del comunicador con relación a pronósticos y estimaciones
	No verbal (NV)	M	Operaciones simuladas que comunican un mensaje falso (p.ej. colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas o <i>wash sales</i>)	Operaciones simuladas que comunican un mensaje engañoso (p.ej., <i>painting the tape</i> u órdenes cruzadas)
		OF		Puesta en escena de comportamientos externos al mercado
	V+NV	M	Hechos concretos literalmente falsos + operaciones simuladas que comunican un mensaje falso (p.ej. colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas o <i>wash sales</i>)	
		OF	Hechos concretos literalmente verdaderos + operaciones simuladas que comunican un mensaje falso	Hechos concretos literalmente verdaderos + operaciones simuladas que comunican un mensaje engañoso
Grado de ilicitud material			ALTA ←————→ BAJA	

2.2.4. *Conclusión preliminar: ¿el engaño agota la ilicitud material de la manipulación de mercado?*

De acuerdo con lo desarrollado hasta aquí, el concepto de engaño (y de mentira) proporciona una herramienta que refleja en buena medida lo que hay de materialmente ilícito en las tipologías de manipulación que no involucran el ejercicio de poder de mercado.

Ahora bien, al analizar lo relativo a la lesividad de esta clase de prácticas, expresé que satisfacen este requisito aquellas conductas que afectan la función informativa del precio. Así, en cuanto a las clases de manipulación que nos ocupan en el presente apartado, puede decirse éstas son *prima facie* relevantes para la teoría de la criminalización que aquí se sostiene, en tanto producen un *peligro concreto* de menoscabo a dicho interés, causalmente atribuible a la conducta puesta en acto por el autor. Podrá advertirse, entonces, que el concepto de engaño contribuye a explicar la ilicitud material de ese aspecto del comportamiento manipulativo, en todo su alcance, pero deja inexplorado un segundo plano que está presente cuando, además de ese peligro, se verifica en el plano fáctico otro resultado. Me refiero, específicamente, a la obtención de un provecho por parte del sujeto que manipuló.

No debe olvidarse que el mercado de valores es un ámbito en el que, por definición, confluyen agentes económicos con el objeto de obtener ganancias (en el caso de las unidades superavitarias, o inversoras) o financiamiento (en el caso de las unidades deficitarias, o emisoras). A raíz de esto, aunque pueda no verificarse siempre (y, por ello, no resulte definitorio para que pueda hablarse de manipulación), la obtención de un *provecho* y, más precisamente, de uno (directa o indirectamente) *patrimonial* constituye un elemento (aunque no sea el único) que determina a los autores a manipular y que, en gran parte de los casos, se produce como resultado de esa clase de comportamientos.

La pregunta que surge de esta observación es la siguiente: a nivel de nuestras intuiciones ético-sociales, ¿da lo mismo engañar a otro que engañarlo y beneficiarse a partir de ello? En el apartado siguiente, intentaré responderla, analizando si, en el segundo caso, interviene algún otro ilícito material.

2.3. Fundamentos complementarios de la ilicitud material de la manipulación de mercado

2.3.1. La obtención de un provecho en la manipulación de mercado como “apropiarse de lo ajeno”

Con el verbo *to steal*, Green designa una específica ilicitud material a la que aquí me referiré como *apropiarse de lo ajeno*²⁵⁹. Pese a que se trata de un concepto que, generalmente, se asocia íntimamente con el derecho, este autor lo describe en un sentido pre-jurídico²⁶⁰, cuya existencia también es innegable: ¿o acaso un niño sabe que hay algo de ilícito (*wrong*) en que otro niño le arrebatase sus juguetes sin su consentimiento porque conoce acerca de las leyes?

De acuerdo con la caracterización que este autor hace, apropiarse de lo ajeno es privar intencionalmente a alguien, de un modo sustancial, de su derecho a poseer algo. Pero no cualquier cosa ajena puede ser objeto de apropiación en estos términos: debe tratarse de aquellas cosas que pueden ser comercializadas, es decir, que son susceptibles de ser compradas y vendidas, con independencia de que puedan serlo legal o ilegalmente²⁶¹.

Con ese alcance, Green entiende que la apropiación de lo ajeno integra el contenido de ilicitud material de distintos delitos: combinada con la deslealtad, constituye el de apropiación indebida; con la coerción, el de extorsión y con el engaño, el de estafa. Esta última combinación es la que me interesa explorar aquí o, más

²⁵⁹ Los traductores al español de su obra *Mentir, hacer trampas y apropiarse de lo ajeno. Una teoría moral de los delitos de cuello blanco* se refieren a éste término como “robar”, aunque aclaran que lo hacen en un sentido no jurídico, sino similar a la segunda acepción del Diccionario de la RAE: “Tomar para sí lo ajeno, o hurtar de cualquier modo que sea” (GREEN, S., *op. cit.* [2013], p. 131, notas de los traductores). Sin embargo, dado que el término *robo* es usado tanto en el derecho positivo argentino, como en el español con un sentido muy específico, para evitar confusiones, prefiero referirme a “apropiación de lo ajeno”, que es la expresión utilizada para traducir el verbo *steal* en el título de esa obra.

²⁶⁰ GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 133.

²⁶¹ GREEN, S., *op. cit.* (2013), pp. 133-135. Green usa el término *commodifiability* (comercializabilidad), en un sentido meramente descriptivo (GREEN, S. “Plagiarism, Norms, and the Limits of Theft Law”, *Hastings Law Journal*, vol. 54, 2002, pp. 216-219). De acuerdo con éste, son *commodifiable* y, por lo tanto, pueden ser objeto de la ilicitud material bajo análisis no sólo aquellas cosas que son comercializables en el mercado legal, sino también aquellas que pueden ser objeto de compra y venta ilegal (por ejemplo, estupefacientes, órganos, etc.).

precisamente, entender si ésta brinda una explicación plausible acerca de cuál es el contenido de ilicitud material de la manipulación de mercado (informativa, operativa o mixta), cuando ésta no se ejerce con incidencia directa en el precio y le permite a su autor obtener un provecho.

A primera vista, todo parecería encajar: cuando el mensaje engañoso del manipulador se difunde en el mercado y sus participantes, actuando equivocadamente, negocian de modo tal que se produce una variación o un mantenimiento del precio en el sentido esperado por aquel, su provecho económico tiene como contrapartida un perjuicio patrimonial para otro. De modo más simple, si A, que difundió información falsa positiva, logra, gracias a esa maniobra, vender a un precio artificialmente más alto, es porque hay del otro lado de su operación un participante B que estará pagando de *más* por algo que, en realidad, vale *menos*. En ese sentido, podría decirse que A se estaría apropiando de algo que le pertenece a B, concretamente, la diferencia entre lo que efectivamente pagó y lo que debió haber pagado, si A no hubiera manipulado.

A mi juicio, sin embargo, esta observación no capta adecuadamente lo que hay de materialmente ilícito en el comportamiento que vengo analizando. Primero, porque me parece dudoso que el concepto de “apropiación”, en el específico sentido que Green le da, pueda reflejar lo que ocurre cuando aquello que es objeto de esa acción fue entregado *voluntariamente* por su víctima. Y no se trata aquí de un problema vinculado con los matices que, muchas veces, las traducciones de un idioma a otro nos impiden captar. Creo, más bien, que la cuestión está en que apropiarse de lo ajeno (*stealing*) trae implícita la idea de que su autor *toma* lo que es de otro, mientras que lo que ocurre en casos como el que estamos analizando es que el otro, la víctima, lo *da*²⁶², aun cuando su consentimiento esté viciado. Esta diferencia es familiar a cualquiera, al menos en el

²⁶² Así, SHUTE, S.; HORDER, J., “Thieving and Deceiving: What is the Difference?”, *Modern Law Review*, vol. 56, 1993, pp. 551-553. A propósito de una controversial decisión de la Cámara de los Lores del Reino Unido de Gran Bretaña, que había entendido que la conducta de quien le había entregado a su jefe cheques (que sabía robados), a cambio de productos del comercio en el que ambos trabajaban, era constitutiva del delito de *theft* (sección 1(1) del Theft Act de 1968) y no del de *obtaining property by deception* (sección 15 de la misma norma), los autores señalan que la distinción entre ambos comportamientos está en el carácter involuntario y voluntario de la transferencia de la propiedad de la víctima al autor, entendiendo por uno y otro carácter el que se evidencia por la diferencia que hay entre que “a alguien *le sea quitado* algo” (*having something done to one*) y que “alguien *de algo*” (*doing something*), respectivamente. Con respecto a la misma decisión, y en una crítica a la propuesta de Shute y Horder, Clarkson señala que la voluntariedad es un concepto problemático porque conlleva la dificultad de distinguir entre voluntad real y aparente. Con todo, el autor entiende que aquella marca una dirección correcta, porque la presencia de involuntariedad es, al menos, evidencia de que hubo *theft* (CLARKSON, C. M. V., “Theft and Fair Labelling”, *Modern Law Review*, vol. 56, 1993, pp. 555-557).

contexto de la cultura occidental, y es por la que, ya a nivel intuitivo, no es lo mismo *hurtar* o *robar* que *estafar*. El derecho positivo, en este sentido, no hace más que receptar esa convicción generaliza, mediante la tipificación de estas conductas en forma distinta.

Pero, además, la idea de apropiación tiene como connotación el hecho de que el correlato del provecho que obtiene quien la lleva a cabo es una pérdida en la propiedad de la víctima. Comparada con su *status quo ante*, esta última tiene *menos* de lo que tenía antes. Esto no refleja en toda su extensión lo que ocurre cuando el mercado es manipulado: entre los participantes que negocian sobre la base del engaño, algunos ganan (inclusive mucho), otros pierden y otros obtienen saldos netos iguales a cero. De hecho, es hasta dudoso que pueda decirse que quien realiza la operación que, específicamente, beneficia al manipulador *pierda* por ella. Si X, difundiendo información falsa negativa, logra comprarle a Y a un precio artificialmente más bajo que el de mercado, no necesariamente podrá decirse que Y está perdiendo con esa venta, porque ésta podría representar una ganancia en función del precio pagado por Y para hacerse de las tenencias que le vendió a X.

Por último, el provecho obtenido por el manipulador no necesariamente tiene que consistir en dinero o bienes. Puedo ocurrir, por ejemplo, que éste se beneficie obteniendo una ventaja que no le correspondía (por ejemplo, una mejora en su calificación de riesgo) o por el sólo hecho de generarle un perjuicio a un sujeto distinto de los participantes a los que engañó con su maniobra (por ejemplo, una pérdida para su competidor). Por más de que, en última instancia, todas estas clases de beneficios tengan un contenido reducible a lo patrimonial, su incapacidad de reflejar estas especificidades hace, a mi juicio, que la apropiación de lo ajeno no sea una categoría satisfactoria para describir lo que hay de materialmente ilícito en que el manipulador obtenga un provecho.

2.3.2. *La obtención de un provecho en la manipulación de mercado como “explotar a otro”*

Explotar a una persona es usar sus vulnerabilidades en beneficio propio²⁶³. En principio, cualquier vulnerabilidad es relevante para que pueda hablarse de explotación, tanto aquellas que provienen de las características personales del otro, como las que se originan en circunstancias externas a éste. Así, puede decirse que un *dealer* explota la adicción de su cliente para venderle drogas o que, al inicio de la pandemia de Covid-19, los comerciantes explotaron la situación de desabastecimiento de mascarillas N95 para cobrar un precio exorbitante por ese producto. Pero no todas las veces en que alguien se aprovecha de las vulnerabilidades de otro puede decirse que su comportamiento sea digno de reproche: no hay nada de malo en que, por ejemplo, un mediocampista explote las fallas defensivas del equipo de fútbol contrincante para ganar.

Pese a contraejemplos como el que acabo de mencionar, está claro que algunas formas de aprovechamiento de las vulnerabilidades ajenas provocan una reprobación generalizada. Estas formas de explotación *injusta* son las que le interesan a la filosofía moral entre sus principales teóricos, sin embargo, se discute ampliamente qué es lo que las distingue como tales.

Algunos autores parten del concepto marxista de explotación²⁶⁴: en una sociedad capitalista, los trabajadores son explotados porque están *obligados* a vender su fuerza de trabajo a quienes tienen la propiedad de los medios de producción, recibiendo a cambio un valor menor que el que generan con su trabajo. De acuerdo con esta visión, por tanto, la injusticia de la explotación podría explicarse porque los trabajadores se encuentran bajo una situación de *coerción* sistémica o estructural²⁶⁵.

Al ser trasladado al ámbito de las relaciones intersubjetivas, este concepto pierde el poder explicativo que presenta en aquellas visiones. En efecto, coerción y explotación son nociones distintas que, si bien no se excluyen recíprocamente, perfectamente pueden darse una sin que la otra esté presente. Green da el siguiente ejemplo²⁶⁶: un práctico le ofrece al capitán de una embarcación en peligro sus servicios de remolque por una tarifa que quintuplica el precio de mercado en condiciones normales. Por más

²⁶³ ZWOLINSKI, M.; WERTHEIMER, A., "Exploitation", en Zalta, E. (Edit.) *The Stanford Encyclopedia of Philosophy*, 2017, disponible para consulta en línea en <https://plato.stanford.edu/archives/sum2017/entries/exploitation/> (enlace consultado el 24/6/2022).

²⁶⁴ La más importante teorización con respecto al concepto de explotación le pertenece a Karl Marx (para una descripción general de su posición, *vid.* ZWOLINSKI, M.; WERTHEIMER, A., *op. cit.*).

²⁶⁵ *Vid.* BUCHANAN, A. "Exploitation, Alienation and Injustice", *Canadian Journal of Philosophy*, vol. IX, n° 1, 1979, p. 138; SCHWARTZ, J.; "What's wrong with exploitation?", *Noûs*, vol. 29, n° 2, 1995, p. 159.

²⁶⁶ GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 140-141.

que nuestras intuiciones nos indiquen que hay algo de injusto en este comportamiento, de ningún modo podría decirse que el capitán que aceptó esos servicios de remolque haya sido objeto de coacción.

Otra posible visión consiste en ver que el problema de la explotación radica en que quien explota obtiene un *beneficio no merecido a expensas de otro*²⁶⁷.

Ahora bien, en cuanto al beneficio, es preciso señalar que una relación puede configurar una explotación injusta aun cuando el explotador no se beneficie en términos netos: si A obtiene un beneficio no merecido a partir de su intercambio con B, pero después sufre pérdidas, igual podrá decirse que A se benefició de forma inmerecida²⁶⁸.

Por otra parte, con respecto a qué significa que ese beneficio se obtiene a expensas de otro, también existe controversia. Esto podría entenderse como daño en sentido estricto: en la relación de explotación por excelencia, la esclavitud, el amo se beneficia como producto de un daño a sus víctimas²⁶⁹. Pero también es posible pensar en una explotación injusta que no ocasione daño e, inclusive, en una que beneficie a la persona explotada. Volviendo al ejemplo del práctico, si bien este último obtiene por algo que considera de menor valor (el servicio de remolque) algo de mayor valor (el precio cobrado), también es cierto que el capitán de la embarcación en peligro logra evitar que ésta se hunda e, inclusive, salvar su vida, lo que, por una u otra razón, representa un valor mayor al pagado por el servicio.

Frente a esta observación, pueden ensayarse dos respuestas. Una, en palabras de Sample, consiste en que, con independencia de los beneficios que le pueda generar a la víctima, “la explotación involucra la interacción con otro ser para lograr una ventaja de una manera que degrada o no respeta el valor inherente en ese ser. Es esa falta de respeto la que explica el mal de la explotación”²⁷⁰. Por su parte, en cambio, Mayer explica que, en la explotación, quien es explotado puede no sufrir una pérdida en términos *absolutos*, pero siempre la sufrirá en términos *relativos*. Así considerada, la explotación es injusta, dado que el explotador no beneficia al explotado en la medida en

²⁶⁷ MAYER, R., “What’s Wrong with Exploitation?”, *Journal of Applied Philosophy*, vol. 24, n° 2, 2007, p. 139-143.

²⁶⁸ ZWOLINSKI, M.; WERTHEIMER, A., *op. cit.*

²⁶⁹ ZWOLINSKI, M.; WERTHEIMER, A., *op. cit.*

²⁷⁰ La traducción del inglés me pertenece. En idioma original: “[...] exploitation involves interacting with another being for the sake of advantage in a way that degrades or fails to respect the inherent value in that being. It is this lack of respect that explains the badness of exploitation” (SAMPLE, R., *Exploitation. What It Is and Why It’s Wrong*, Ed. Rowman & Littlefield Publishers, Lanham, 2003, p. 57).

que sería justo que lo hiciera, ya sea porque: 1) no lo beneficia en absoluto (como en el caso del *free rider*²⁷¹); 2) no lo beneficia *suficientemente* (como en la explotación laboral²⁷²) o 3) no lo beneficia en forma auténtica (tal es el caso de proxenetismo²⁷³).

Llevada al ámbito que nos ocupa, me parece que la idea de explotación injusta refleja con precisión el desvalor adicional que entraña el hecho de que quien manipula (sin ejercer una injerencia directa en el precio) obtenga, además, un provecho. En estos casos, en efecto, lo que hay de específicamente ilícito (en sentido material) en ese comportamiento es que el beneficio del manipulador es el resultado del aprovechamiento que éste hizo de la vulnerabilidad de otros participantes del mercado. A continuación, analizaré en forma desagregada cada uno de los elementos que me permiten justificar esta afirmación.

En primer lugar, el autor de la manipulación se aprovecha de otros inversores y no de cualquier modo, sino de uno especialmente grave: los *usa mediante engaño* para obtener su provecho²⁷⁴. En este sentido, aquellos son un *instrumento* para el manipulador, porque con su actuación en el mercado éste logra su cometido.

En segundo lugar, la manipulación de mercado se aprovecha de dos clases de *vulnerabilidades*: una *momentánea*, provocada por el mismo autor, que consiste en la *creencia equivocada* en la que se encuentran las víctimas de su engaño, y otra *permanente* (sistémica), inherente a las *asimetrías informativa y epistémica* en las que se encuentran los inversores en el contexto de los mercados de valores²⁷⁵.

En tercer lugar, la forma en que se distribuyen los costos-beneficios entre el manipulador y los otros participantes del mercado es propia de la explotación injusta. Cabe recordar al respecto que, como resultado de la manipulación, pueden presentarse

²⁷¹ Para Mayer, la ilicitud material de la explotación por parte de un *free rider* (polizón) no puede explicarse ni por el argumento de la coerción, porque el *free rider* no ejerce ninguna forma de coacción en sus víctimas, ni tampoco por el de la degradación de la víctima en virtud de su instrumentalización, porque la víctima realizaría la actividad de la cual aquel se aprovecha aun si éste no la explotara (MAYER, R., *op. cit.*, pp. 138-139).

²⁷² MAYER, R., *op. cit.*, pp. 142 y 144-146.

²⁷³ MAYER, R., *op. cit.*, *ibidem*.

²⁷⁴ Cfr. FEINBERG, J., *op. cit.* (1988), pp. 179-181, 201-202. Allí el autor distingue tres elementos presentes en la explotación: 1) el tipo de aprovechamiento que el explotador hace de la otra persona; 2) la naturaleza de las características o de las circunstancias del otro de las que se aprovecha el explotador y 3) la forma en que se distribuyen los beneficios y las pérdidas entre el explotador y su víctima. En cuanto al primer elemento, el engaño es, luego de la coerción, la forma más injusta de aprovecharse de otro (*ibidem*, p. 206). Lo siguen otras formas de manipulación más sutiles como la adulación, la imploración, la tentación, las insinuaciones, etc.

²⁷⁵ Cfr. FEINBERG, J., *op. cit.* (1988), pp. 181-192 y 202-204.

distintas situaciones en forma conjunta o alternativa. Una posible es que, mientras el manipulador obtiene un provecho, algunos o todos los demás participantes pierdan. En estos casos, la injusticia es clara porque, si bien para que haya explotación injusta no es necesario que siempre se produzca un daño para quien es explotado, cuando éste ocurre no quedan dudas de que lo es. A mayor pérdida, mayor es el reproche que le corresponde²⁷⁶. Pero la injusticia también está presente cuando los otros (todos o algunos) participantes no pierden (ni ganan) nada porque, en estos casos, lo relevante es que el provecho del manipulador es inmerecido, por cuanto es el producto de una instrumentalización de otros. Por último, el hecho de que haya participantes del mercado que ganen a partir de ser explotados tampoco impide que pueda hablarse de explotación injusta. Por un lado, porque es dudoso que esa ganancia sea tal si se la considera en términos absolutos: si B descubre que fue explotado por A pero tuvo tanta suerte que terminó beneficiándose a partir de esa situación, ¿puede decirse que esta es una *auténtica* ganancia? ¿o B merecería ganar de un modo en el que no sea instrumentalizado por otro?²⁷⁷ En cualquier caso, aun cuando se entienda que la respuesta a esta última pregunta es afirmativa, deberá compararse el provecho de quien manipula y el de quienes son engañados, porque si hay una evidente desproporción entre ambos, también cabe hablar de injusticia²⁷⁸.

En suma, creo que lo dicho hasta aquí da razones plausibles para entender que cuando quien manipula el mercado (sin incidir directamente en el precio) obtiene un provecho la ilicitud material de su comportamiento está dada por una combinación entre el engaño (o, específicamente, la mentira en algunos casos) y la explotación injusta. Respecto de esta última, resta únicamente mencionar que, como se dijo, no es necesario que el provecho de aquel sea en términos netos: si, al cabo de toda su estrategia, termina perdiendo a raíz de otros factores, ello no impedirá que pueda decirse que explotó injustamente.

2.4. La manipulación operativa propia como “hacer trampa”

²⁷⁶ Cfr. FEINBERG, J., *op. cit.* (1988), p. 204.

²⁷⁷ Cfr. MAYER, R., *op. cit.*, pp. 142 y 144-146.

²⁷⁸ Cfr. FEINBERG, J., *op. cit.* (1988), pp. 193 y 204.

Cuando la manipulación operativa propia impacta en el precio de los valores negociables, naturalmente, se sientan las bases para un engaño. En efecto, de acuerdo con lo que vengo diciendo, la función informativa de aquel deja cumplirse adecuadamente, para pasar a comunicar un mensaje que confunde al resto de los participantes del mercado. El engaño en estos términos *puede* producirse (y, en ese caso, agravará el juicio de reproche), pero no explica si esta clase de conductas contienen algún tipo de ilicitud material independiente de aquel.

Para comenzar a establecerlo, debo recordar que, de acuerdo con la clasificación que aquí he adoptado, las transacciones que caracterizan a esta subcategoría de manipulación son *reales*, en el sentido de que reflejan fielmente lo que está ocurriendo en el mercado. Por ejemplo, si A, en proximidad del horario de cierre de las operaciones, realiza compras o ventas que inciden en el último precio del día, cualquier participante B estaría habilitado racionalmente a creer que éstas se basan en información relevante que B desconoce²⁷⁹. A partir de la distinción entre esta clase de transacciones y las simuladas, puede ya intuirse que, en el plano que nos ocupa, no es lo mismo manipular operativamente mediante engaño, que hacerlo a través del ejercicio de poder de mercado.

Al respecto, Londoño observa que el concepto de manipulación de mercado, analizado a la luz de la semántica del verbo “manipular”, puede comprenderse en dos sentidos distintos: por un lado, el marcadamente negativo de *distorsión* y, por el otro, uno neutro (o al menos no reprochable o indeseable) de *injerencia*. De allí que pueda diferenciarse entre un concepto general de manipulación como *injerencia/control* del precio y otro especial, como *distorsión/desviación*. En consecuencia, para este autor, todas las prácticas manipulativas del mercado configuran el primer sentido (*injerencia*), pero no siempre el segundo (*distorsión*)²⁸⁰. Estas consideraciones ayudan a entender que la manipulación que es objeto de este apartado no es necesariamente ilícita (en sentido material) sino que, para que lo sea, es preciso que se verifiquen determinadas

²⁷⁹ Distinto sería, por supuesto, si las transacciones de A incluyeran algún tipo de estrategia engañosa (como, por ejemplo, su fraccionamiento o la colocación de un único participante o de participantes vinculados en ambos lados del mostrador) porque, en ese caso, estaríamos frente a una manipulación operativa mixta (propia-impropia), que integraría operaciones simuladas e idóneas para alterar el precio de cotización. No hay dudas de que esto puede darse en la práctica, pero, dado que lo que aquí me interesa es visibilizar el contenido de ilicitud material que específicamente presenta la manipulación operativa propia, dejaré fuera del análisis ese grupo de casos que, en todo caso, son más graves, porque acumulan varios fundamentos de reproche en el plano ético-social.

²⁸⁰ LONDOÑO, F., *op.cit.* (2013), pp. 91-94. Para el autor, esta distinción es relevante de cara a la toma de decisiones en el plano de la política criminal (*ibidem*, pp. 120-122).

condiciones, que desplazan el carácter neutral al que alude el referido autor. A mi juicio, esto ocurre cuando la conducta del manipulador adopta específicamente la forma del *comportamiento tramposo*. A continuación, motivaré esta visión.

De acuerdo con la definición de Green, “para que podamos decir que X ha hecho trampas X debe: 1) haber infringido una regla justa y claramente impuesta, aparentando, por el contrario, haberla cumplido, y 2) con la intención de obtener una ventaja sobre la parte con la que interactúa en una relación sometida a reglas”²⁸¹. La conducta tramposa típicamente tendrá lugar cuando, intencionalmente, se infrinja un precepto que tenga por función guiar el comportamiento, cuyo acatamiento no haya sido sujeto a la libre voluntad de las personas a las que alcanza. Por otra parte, esa infracción deberá insertarse en el contexto de una empresa cooperativa regida por reglas, es decir, que el tramposo deberá formar parte junto con otro u otros de cierta actividad común (en la que los participantes pueden estar en competencia entre sí), para cuyo funcionamiento todos hayan acordado, aun implícitamente, limitar su libertad al adherir a esas reglas. Bajo esta perspectiva, la trampa no es una mera desobediencia a la regla, sino que lo que la caracteriza es su preciso objetivo: la obtención de una ventaja por encima del resto de los agentes que participan de dicha iniciativa cooperativa. Es, por tanto, el carácter desleal o indebido de esa ventaja el que explica su ilicitud material, más allá de que la norma infringida pueda tener un contenido ético-social independiente, o bien sea, en este plano, neutral²⁸².

Ahora bien, no hay dudas de que el mercado es un ámbito cooperativo²⁸³, en la medida en que, para su existencia, es imprescindible que confluyan en él distintos participantes dispuestos a someterse a sus específicas reglas. Sin reglas, no hay mercado²⁸⁴. Por otra parte, como dije, quien manipula el mercado busca obtener un provecho y éste es, precisamente, a expensas de los restantes participantes. Bajo esta perspectiva, lo único que falta para que la manipulación operativa propia pueda ser considerada una forma de hacer trampa es que exista, en el contexto en el que se la lleva a cabo, una específica regla que su autor esté violando. Ésta podrá ser, por ejemplo, una que prohíba que los participantes del mercado realicen operaciones con el objetivo de hacer subir, bajar o mantener el precio de cotización de los valores negociables.

²⁸¹ GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 93.

²⁸² GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 94.

²⁸³ Así, con relación a los mercados bursátiles, GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 313; con relación a los mercados formales en general, VERDE, A., *op. cit.*, 179.

²⁸⁴ Cfr. LONDOÑO, F., *op. cit.* (2013), p. 76.

2.5. ¿Se puede “manipular” el mercado por omisión?

De acuerdo con la definición de engaño dada aquí, éste no sólo requiere acciones positivas, sino que también puede llevarse a cabo a través de omisiones. Entonces, dado que la manipulación informativa, como se vio, es una forma de engaño, es natural preguntarse si, ya que es posible engañar por omisión, también lo es manipular el mercado de esa manera. Al respecto, es cierto que ninguna de las tipologías que, al inicio²⁸⁵, fijé como marco de referencia para este estudio se caracteriza por comportamientos omisivos. Sin embargo, ello no impide que aquí se explore este aspecto porque, como también señalé en aquella sección, el objetivo es partir de un campo tan amplio como sea posible para luego, a través de los distintos niveles de análisis, llegar a un catálogo propio de las formas de manipulación de mercado que son *prima facie* relevantes para el legislador penal.

Ahora bien, de acuerdo con Chisholm y Feehan el engaño por omisión asume, fundamentalmente, cuatro modalidades: X engaña a Y con relación a una proposición falsa p cuando 1) deja que Y crea en p; 2) deja que Y siga creyendo en p; 3) X deja que Y ya no crea en no-p y 4) deja que Y siga sin creer en no-p²⁸⁶. Si se las aplica al mercado de capitales, estas modalidades, en principio, podrían dar lugar a ocho comportamientos engañosos por omisión, en función de que p sea una creencia equivocada puesta a disposición del público o producto del desconocimiento de un estado de cosas no disponible para el público. Los grafico a continuación, con ejemplos:

CUADRO N° 10		
<i>Modalidades de engaño por omisión según Chisolm y Feehan</i>	Asumiendo que p es “la emisora del sector petrolífero C descubrió nuevos pozos de gran potencial” (información falsa difundida por B) y que A sabe de su falsedad, A engaña cuando:	Asumiendo que p es “la emisora del sector farmacéutico C no fue demandada por montos millonarios” (estado de cosas falso, porque C sí fue demandada, pero el público no lo sabe, mientras que A sí), A engaña cuando:
<i>X deja que Y crea en p</i>	Deja que los participantes del mercado crean que la emisora del sector petrolífero C	Deja que los participantes del mercado crean que la emisora del sector farmacéutico C no fue

²⁸⁵ Vid. cap. I, apartado 2.1.

²⁸⁶ CHISHOLM, R.; FEEHAN, T., *op.cit.*, pp. 144-145.

	descubrió nuevos pozos de gran potencial	demandada por montos millonarios
<i>X deja que Y siga creyendo en p</i>	Deja que los participantes del mercado sigan creyendo que la emisora del sector petrolífero C descubrió nuevos pozos de gran potencial	Deja que los participantes del mercado sigan creyendo que la emisora del sector farmacéutico C no fue demandada por montos millonarios
<i>X deja que Y ya no crea en no-p</i>	Deja que los participantes del mercado ya no crean que la emisora del sector petrolífero C no descubrió nuevos pozos de gran potencial	Deja que los participantes del mercado ya no crean que la emisora del sector farmacéutico C fue demandada por montos millonarios
<i>X deja que Y siga sin creer en no-p</i>	Deja que los participantes del mercado sigan sin creer que la emisora del sector petrolífero C no descubrió nuevos pozos de gran potencial	Deja que los participantes del mercado sigan sin creer que la emisora del sector farmacéutico C fue demandada por montos millonarios

Desde un punto de vista general, por tanto, el engaño por omisión podría darse en el contexto del mercado de capitales cuando un participante sabe que la información que difundió otro participante es falsa y no la *desmiente*, o bien cuando sabe de una noticia verdadera que el resto de los participantes desconocen (creyendo así en un estado de cosas falso) y no la *divulga*. Esto conduce a dos preguntas fundamentales para delimitar cuáles son las formas de “manipulación por omisión” cuya criminalización podría estar justificada: ¿cualquiera puede engañar al mercado por omisión? y ¿puede hacerlo con relación a cualquier tipo de información?

Para responder al primer interrogante, es preciso recordar que sólo puede engañar por omisión quien específicamente tiene la obligación de realizar un acto positivo para corregir la idea falsa que otra persona pueda tener²⁸⁷. Esto, por tanto, limita considerablemente el espectro de potenciales autores de un engaño omisivo al mercado. Para determinar exhaustivamente quiénes, en un concreto mercado, revisten esta “posición de garante” será necesario atender a su regulación positiva, en particular, en lo relativo a sobre quiénes pesan los deberes de información. Con todo, aquí puede adelantarse que quienes suelen encontrarse en esta posición son las *emisoras*: en efecto, dado que el mercado se caracteriza por una asimetría informativa estructural, una de las herramientas que los ordenamientos suelen usar para paliarla es la imposición respecto de éstas de deberes informativos²⁸⁸. De acuerdo con ello, en este ámbito, tomaré como referencia este grupo de participantes, con la aclaración de que éste podría ser más

²⁸⁷ GREEN, S., *op. cit.* (2013), p. 118.

²⁸⁸ *Vid.* apartado 2.1. de este mismo cap.

amplio o más reducido, en función de las obligaciones que un determinado derecho positivo ponga en cabeza de sus participantes.

En cuanto al segundo aspecto, es necesario dar un paso atrás en el análisis. En efecto, recordemos que la condición necesaria para que la prohibición penal de una conducta sea legítima es que ésta lesione un interés digno de tutela y que, en lo que respecta a la manipulación de mercado, aquí he definido que ese interés consiste en la función informativa del precio. Desde la perspectiva aquí adoptada, por tanto, el engaño al mercado por omisión sólo puede ser relevante en la medida en que pueda decirse que lesiona o pone en peligro a la citada función. Como es lógico, esto puede afirmarse únicamente respecto de aquella información que concierne a las propiedades de los valores negociables sobre la base de las cuales un participante medio tomaría decisiones de inversión porque, de ser divulgada ésta, el precio la incorporaría (de acuerdo con los mecanismos de eficiencia oportunamente vistos) y, por lo tanto, su función informativa se cumpliría adecuadamente²⁸⁹. Queda, por tanto, excluida del espectro de conductas omisivas que engañan al mercado la información *no relevante*.

Recapitulando lo dicho hasta aquí, entonces, es posible “manipular” al mercado por omisión, en un sentido, en principio, relevante para el legislador penal, en la medida en que un participante sobre quien pese el deber de mantener al mercado informado acerca de determinados hechos de interés para la negociación de un determinado valor negociable incumpla esos deberes frente a los siguientes escenarios: 1) la comunicación por parte de otro participante de a) una afirmación que expone como verdadero un hecho falso o b) una afirmación que desmiente como falso un hecho verdadero y 2) el conocimiento, por parte de un participante que reviste posición de garante, de un hecho verdadero que modifica un estado de cosas falso creído en forma generalizada por el mercado.

3. CONCLUSIÓN

La indagación acerca de la ilicitud material que presentan las distintas prácticas de manipulación de mercado permite “traducirlas” al lenguaje cotidiano con el cual

²⁸⁹ Aquí son aplicables los principios de la comisión por omisión, en función de los cuales, para decirse que se “causó” el resultado lesivo, basta con afirmar que “el autor hubiese podido evitar el resultado, de haber interpuesto la acción indicada” (MIR PUIG, S., *op. cit.*, § 77, pp. 338-339).

enjuiciamos aquellos comportamientos que consideramos que “están *mal*”. En este sentido, veo en aquella un recurso especialmente útil en el contexto del estudio de la criminalización de conductas respecto de las cuales existe una brecha significativa entre lo que es punible para el derecho y lo que la sociedad entiende merecedor de pena. Esto es lo que, en mi opinión, ocurre en Argentina con relación a las prácticas que son objeto de este trabajo y se ve reflejado en la actuación de las agencias de *enforcement*. Frente a este contexto, me parece que la lectura del fenómeno manipulativo realizada en el presente capítulo, por lo menos, ofrece poderosos argumentos para abrir la discusión acerca de si ese estado de cosas es razonable o si es necesario llevar a cabo acciones para modificarlo.

Por otra parte, el estudio relativo a la *wrongfulness* permite realizar una serie de interesantes derivaciones *de lege ferenda*. Ante todo, creo importante destacar que, según se ha intentado demostrar, todas las clases de manipulación analizadas presentan un contenido materialmente ilícito, por lo que podría concluirse que existen buenas razones, sumadas a su carácter lesivo, para su criminalización. Por supuesto que éstas tampoco son concluyentes y será el legislador penal quien, mediante la evaluación de otros criterios (coste-beneficio, eficacia instrumental, etc.), deberá establecer si esas razones alcanzan. Con esta aclaración, enunciaré a continuación los hallazgos que considero más relevantes.

En primer lugar, entiendo que la caracterización de las formas de manipulación indirecta como engaños (o, específicamente, mentiras) visibiliza el desvalor inherente a esta clase de prácticas y, a la vez, permite establecer distinciones y graduaciones que, mediante un discurso únicamente anclado en el principio de daño, se pierden. En este sentido, por ejemplo, quedan claros los motivos por los que, en el plano de la técnica legislativa, podría resultar adecuado delimitar el campo punible a casos que incluyan intencionalidad (o, traducido al lenguaje penal, dolo) o, inclusive, acotarlo a aquellos en los que esté presente una finalidad manipulativa (como elemento subjetivo distinto del dolo).

Por otra parte, me parece que la contextualización de aquellas ilicitudes materiales en el ámbito específico del mercado de capitales ayuda a comprender por qué clases de información (como los rumores) que, con relación a otros entornos, no son tenidas en cuenta para dar sustento a un reproche penal adquieren relevancia aquí. Similarmente, permite explicar por qué el comportamiento manipulativo de

determinadas clases de autores calificados merece especial atención por parte de los legisladores.

En otro orden, la posibilidad de distinguir entre el contenido de injusto de la práctica manipulativa en sí y la obtención de un provecho brinda, a mi juicio, una herramienta conceptual para demostrar por qué no es necesario que ésta se exija en los tipos penales básicos y, a la vez, por qué sí sería razonable establecerla como fundamento de una agravación de la escala penal.

En punto a la manipulación operativa propia, su descripción como una forma de “hacer trampa” lleva a un terreno más familiar la (en mi opinión acertada) idea de Londoño quien, a partir de un discurso basado en la semántica, plantea que no toda injerencia en el precio merece ser reprobada. En este sentido, considero que la exigencia (como criterio determinante para que pueda hablarse de ilicitud material en estos casos) de una concreta regla que el manipulador esté violando con su comportamiento, a la vez, delimita de una manera segura (menos discrecional) el campo de lo que debería interesarle en mayor medida al derecho penal, por lo que me parece superadora con relación al criterio “caso por caso” propuesto por ese autor para quien, por ejemplo, la diferencia entre un *marking the close* distorsivo y uno que no lo es puede establecerse recién en el plano concreto, mediante una indagación en la relación existente entre el precio de mercado y el precio pagado por el autor de la manipulación²⁹⁰.

Para concluir, el enfoque de análisis planteado en este capítulo sirvió como puntapié para establecer que la manipulación de mercado, en los términos en los que aquí se la entiende, también puede ser llevada a cabo en forma omisiva, en el caso de participantes que revisten una posición de garante con relación a la transparencia informativa.

²⁹⁰ LONDOÑO, *op. cit.* (2013), p. 95.

CONSIDERACIONES DE *LEGE FERENDA*

A lo largo de esta primera parte, creo haber demostrado de modo plausible que la criminalización de la manipulación de mercado, considerada esta última como clase de conducta, es legítima y que, además, existen razones de peso para llevarla a cabo en el contexto de un Estado liberal de derecho. Antes de pasar al estudio crítico de los alcances de su concreta prohibición penal en Argentina, es oportuno dedicar unas breves líneas a entrelazar los principales resultados obtenidos en los capítulos III y IV, que utilizaré como marco de referencia para la segunda parte.

En lo relativo a la manipulación informativa, se ha explicado que su potencial lesivo está directamente asociado a la extensión con la que se divulga el mensaje manipulativo. En otro orden, el grado de ilicitud material que ésta conlleva depende de la relevancia de la información comunicada y del grado de asertividad con la que se lo haga, factores estos determinantes para establecer si las inferencias equivocadas realizadas por los participantes del mercado pueden considerarse “obra” del autor de la manipulación o, en cambio, les son atribuibles es éstos. La integración de todos estos elementos (traducidos al lenguaje de la descripción de conductas típicas) en una hipotética figura penal permitiría, a mi juicio, respetar adecuadamente el principio de fragmentariedad.

En particular, me interesa destacar la importancia de considerar, como exigencia básica para la imputación (bajo la forma de delitos especiales propios) o bien como supuesto de agravación, el rol que determinadas clases de autores (prensa especializada, analistas de mercado, calificadoras de riesgo, etc.) revisten en el contexto del mercado de capitales, en función de las implicancias que éstas tienen no sólo, según se ha visto, en el plano de la ilicitud material, sino también en el de la lesividad. En efecto, la actuación de este tipo de participantes del mercado trae, generalmente, aparejado un mayor grado de disponibilidad inicial de la información, en consonancia con el mecanismo de eficiencia de la de “negociación universalmente informada”.

Por otra parte, con relación a la manipulación informativa por omisión, debería delimitarse el círculo de posibles autores a quienes tengan el deber jurídico de informar. Asimismo, correspondería exigir que las omisiones penalmente relevantes sean aquellas que conciernen a la información que un participante medio consideraría a la hora de tomar decisiones de inversión.

En cuanto a la manipulación operativa impropia, acreditado que también esta clase de comportamiento satisface la doble exigencia (*harm-wrongfulness*), lo que parece imprescindible de cara a una adecuada técnica legislativa es la definición de cuáles son los requisitos que deben satisfacer las transacciones, debiendo prestarse especial atención al uso de caracterizaciones de las operaciones como “ficticias” o “simuladas”, cuyo sentido coloquial muchas veces limita inadecuadamente la aplicación de los tipos penales. En este sentido, tampoco parece conveniente una enumeración de las prácticas consideradas engañosas por el legislador. Lo más adecuado sería describir la acción típica como una que, por sus características, es idónea para llevar a error a otros participantes con relación a la negociación de uno o más valores negociables.

En lo que respecta a la manipulación mixta, la mayor lesividad resultante de la combinación de distintos medios para la difusión de la información manipulativa (en sentido estricto y en el sentido de “información acerca de las operaciones”), sumada al mayor reproche producto de la acumulación de dos formas de engaño (o mentira), habilita a afirmar que esta tipología es la mayormente merecedora de prohibición penal. En consecuencia, de decidir el legislador la intervención coactiva en este ámbito del comportamiento humano, las manipulaciones mixtas informativas-operativas deberían, a mi juicio, integrar el contenido mínimo de los hipotéticos tipos penales diseñados para cumplir con aquel propósito.

Por último, los hallazgos en el terreno de la manipulación operativa impropia son a mi entender los más sorprendentes. Mientras la perspectiva vinculada con la vulneración del interés a tutelar inclinaba la balanza hacia su criminalización prioritaria, las observaciones realizadas en el plano de la ilicitud material me persuaden acerca de la necesidad de delimitar con extrema cautela el campo de lo punible, a partir de una mirada integradora del derecho penal y el derecho administrativo sancionador.

SEGUNDA PARTE
LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN LA
LEGISLACIÓN ARGENTINA

CAPÍTULO V

LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN EL CÓDIGO PENAL ARGENTINO

Sumario: 1. El tipo penal de manipulación de mercado. 1.1. Antecedentes normativos y fuentes: desde el agiotaje mercantil hasta la manipulación de valores negociables. 1.2 Tipo objetivo: conductas manipulativas alcanzadas por el art. 309.1a) CP. 1.2.1. Transacciones u operaciones. 1.2.2. Noticias falsas. 1.2.3. Negociaciones fingidas. 1.2.4. Reunión o coalición. 1.2.5. Suba, baja o mantenimiento del precio. 1.2.5.1. Nexo ontológico entre acción y resultado. 1.2.5.2. Nexo normativo entre acción y resultado. 1.3. Tipo subjetivo. 1.4. A modo de conclusión: “M. y F.”, un caso paradigmático acerca de los problemas que entraña la aplicación del art. 309.1a) CP. 2. El tipo penal de ofrecimiento engañoso de valores negociables. 2.1. Breve referencia a sus fuentes y antecedentes normativos. 2.2. Tipo objetivo. 2.2.1. Alcance del verbo típico “ofrecer”. 2.2.2. Modalidades comisivas: la mentira y el engaño (comisivo y omisivo). 2.2.3. Autoría y participación: ¿delito de dominio o de infracción de deber? 2.2.4. Modalidad de ataque al bien jurídico. 2.3. Tipo subjetivo. 2.4. Conclusión: ámbito de cobertura. 2.5. “Medanito”: un fallo que avala la interpretación del art. 309.1b) CP como un supuesto de omisión de la comunicación de hechos relevantes para la negociación secundaria. 3. El art. 309.2 CP: ¿agravante o delito autónomo? 4. Breve referencia a la responsabilidad penal de las personas jurídicas en esta clase de delitos.

1. EL TIPO PENAL DE MANIPULACIÓN DE MERCADO²⁹¹

1.1. Antecedentes normativos y fuentes: desde el agiotaje mercantil hasta la manipulación de valores negociables

En Argentina, la criminalización de la manipulación del mercado de valores negociables se insertó en el contexto más amplio de la prohibición penal del *agiotaje*. Con este término, proveniente del francés *agiotage*²⁹², se alude a conductas

²⁹¹ Una versión sintética del desarrollo contenido en este apartado puede encontrarse en el artículo de mi autoría, titulado: “El delito de manipulación de valores negociables en la legislación argentina: ámbito de cobertura actual del art. 309, inc. 1.a), CP y propuesta de reforma”, Rubinzal Online, 2018. Si bien algunas de las consideraciones allí efectuadas se reproducen aquí, las conclusiones de ese trabajo, publicado en una instancia inicial de mi investigación doctoral, fueron depuradas a partir del avance de esta última y, por lo tanto, difieren parcialmente de las que aquí se presentarán.

²⁹² A su vez, este término deriva del italiano *aggio* que, en economía, se utilizaba para designar la diferencia entre el valor intrínseco y el valor extrínseco de una moneda metálica al momento de intercambiarla por otra moneda metálica o por papel moneda y, actualmente, alude al *spread* cambiario que puede existir entre las monedas de dos países, en virtud del cual, en los hechos, el precio que debe pagarse para convertir una en otra resulta superior a la tasa de cambio entre ambas (*cf.* ISTITUTO DELL’

especulativas, por medio de las cuales se procura “influir sobre el curso de los precios y cotizaciones para obtener alzas o bajas artificiales”²⁹³.

En sus orígenes históricos, la penalización del agiotaje estuvo específicamente vinculada con los géneros de primera necesidad. Sus antecedentes se remontan al derecho romano, en el que ya podían encontrarse medidas para reprimir las coaliciones o las acciones individuales de acaparamiento mediante las cuales se afectaba el abastecimiento de los depósitos públicos de granos y se hacía subir el precio de estos últimos²⁹⁴. Durante la Edad Media, también se registraron iniciativas cuyo objetivo era evitar que los mercaderes, actuando de común acuerdo, elevaran el precio de los alimentos²⁹⁵. En las Partidas, por ejemplo, se establecían penas para los comerciantes que, mediante “cotos e posturas”, fijaban el precio de lo que ofrecían al público²⁹⁶.

La estructura de los delitos de agiotaje sancionados en los países pertenecientes a la tradición continental europea desde el siglo XIX en adelante tiene como específico punto de partida la legislación de inspiración fisiocrática dictada en el contexto de la Revolución Francesa. En particular, dos leyes fueron la base sobre la cual se forjó el art. 419 del Código Penal Francés de 1810²⁹⁷, cuyo texto se transformaría más tarde en la principal fuente para la redacción de los respectivos tipos penales. La primera de aquellas leyes fue la del 14 de junio de 1791 que, con el propósito de proteger la libertad de comercio, penalizó a los ciudadanos de una misma profesión u oficio que acordaran negar el aporte de sus industrias o de sus trabajos o venderlo sólo a un precio determinado²⁹⁸. Y la segunda, motivada en la situación de carestía que se suscitó a partir de aquellas iniciativas²⁹⁹, fue la del 26 de julio de 1793, que castigó con pena de muerte

ENCICLOPEDIA ITALIANA, *Vocabolario Treccani online*, disponible en <https://treccani.it/vocabolario/>, enlace consultado el 24/6/2022).

²⁹³ ROTMAN, E., *Los fraudes al comercio y a la industria*, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1982, p. 33.

²⁹⁴ Vid. GROIZARD Y GÓMEZ DE LA SERNA, D. A., *El Código Penal de 1870 concordado y comentado*, Ed. Sucesores de J. A. García, Madrid, 2ª ed., 1914, tomo VII, pp. 110-111. Allí el autor relata que en el Digesto se establecían penas “contra los particulares que hiciesen algún acto que redundase en perjuicio del depósito público de granos y contra los que formasen Compañías para hacer subir el precio de ellos”. Asimismo, se castigaba a los “dardanarios”, acaparadores que se dedicaban a comprar cereales y retenerlos para venderlos a mayor precio.

²⁹⁵ GROIZARD Y GÓMEZ DE LA SERNA, D. A., *op. cit.*, p. 111.

²⁹⁶ Ley II, título VII: “Cotos e posturas ponen los mercaderes entre si, faziendo juras e cofradías, que se ayuden unos con otros, poniendo precio entre si, por quanto den la vara de cada paño, e por quanto den otrosi el peso, e la medida de cada una de las otras cosas, e non menos”.

²⁹⁷ ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 40.

²⁹⁸ CHAUVEAU, A.; HÉLIE, F., *Théorie du Code Pénal*, 3ª ed., Ed. Cosse, Paris, 1852, t. V, p. 463.

²⁹⁹ “La revolución francesa acudió con mayor prontitud a libertar el trabajo del yugo de los gremios, de las Corporaciones y de las coaliciones de patronos y de menestrales, que a librar a los consumidores de los grandes males inherentes a los monopolios comerciales, incluso el de las primeras materias y géneros

a aquellos que sustrajeran de la circulación mercaderías o alimentos de primera necesidad y los tuvieran acaparados sin venderlos al público³⁰⁰. Fue así que la prohibición de las iniciativas *monopólicas* que constituían el objeto de la primera de aquellas leyes y la de las maniobras *especulativas* (o “propiaamente fraudulentas”³⁰¹) que tenía en miras la segunda³⁰² dieron lugar a aquel precepto del Código Penal Napoleónico, que las integró con la siguiente formulación:

“Todos aquellos que, por medio de *hechos falsos o calumniosos* esparcidos intencionalmente en el público, por *ofertas superiores al precio demandado por los propios vendedores*, por la *reunión o coalición* entre los principales tenedores de una misma mercancía o género, con el fin de no venderla o de no venderla sino a un precio determinado, o que por *cualquier vía o medio fraudulento* hubieran producido el alza o la baja de los precios de los géneros o mercancías o de los papeles o efectos públicos por encima o por debajo de los precios que hubieran sido determinados por la concurrencia natural y libre del comercio, serán castigados con prisión no inferior a un mes ni superior a un año y con multa [...]”³⁰³.

En la primera codificación argentina³⁰⁴, el delito de agiotaje no estuvo presente en ninguna de sus modalidades. Su aparición vino recién de la mano del Proyecto de 1891 que, como delito contra el patrimonio (más precisamente, bajo el capítulo de “Estafas y otras defraudaciones”), incluía una figura de “alteración de precios por noticias falsas, coalición, etc.”, que penalizaba la difusión de *noticias falsas* y la realización de *negociaciones fingidas* mediante las cuales se hiciera alzar o bajar el precio de mercaderías, fondos públicos o valores. Este tipo penal, además, exigía que el autor tuviera la específica finalidad de procurarse o procurarle a otro un provecho³⁰⁵.

alimenticios. El error se hizo señalar bien pronto. Causas sin duda alguna complejas produjeron en aquellos días turbulentos, la miseria y el hambre en las clases ínfimas” (GROIZARD Y GÓMEZ DE LA SERNA, D. A., *op. cit.*, p. 112).

³⁰⁰ CHAUVEAU, A.; HÉLIE, F., *op. cit.*, p. 464.

³⁰¹ ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 41.

³⁰² CHAUVEAU, A.; HÉLIE, F., *op. cit.*, p. 464.

³⁰³ El destacado me pertenece. La traducción es la que obra en ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 41.

³⁰⁴ CP de 1886 (Ley 1920).

³⁰⁵ Art. 210.1 Proyecto de CP de 1891 (PIÑERO, N., RIVAROLA, R.; MATIENZO, J. N.): “Será reprimido con penitenciaría de seis meses a dos años: I: El que para procurarse o procurar a otro un provecho ilícito, hiciera alzar o bajar el precio de las mercaderías, fondos públicos o valores, por medio de noticias falsas o negociaciones fingidas”. El Proyecto de CP de 1895 (SEGOVIA, L.) incluía una disposición similar por la que se castigaba con igual escala penal al “que para procurar un provecho para sí o a otro un provecho ilícito, hiciera alzar o bajar el precio de las mercaderías, fondos públicos o valores, por medio de noticias falsas o negociaciones fingidas”.

La exigencia de una finalidad específica de obtención de un provecho que debe ser “ilícito”, ha sido considerada una complicación que dificulta la aplicación del tipo penal en la práctica (*cfr.*, con relación al Código Penal Holandés, que preveía esa finalidad, PESSAGNO, H., *Los fraudes al comercio y a la industria*, Ed. Ideas, Buenos Aires, 1944, p. 103). A mi entender, la necesidad de distinguir, en el contexto de un tipo penal, al provecho ilícito del que no lo es ésta deja entrever la ambigüedad que caracteriza la valoración social de esta clase de conductas. Es por ello que, para justificar adecuadamente

Años más tarde, en el Proyecto de 1906, aquella ubicación sistemática³⁰⁶ fue abandonada y la figura de agiotaje³⁰⁷ trasladada a los “Delitos contra la fe pública”, en un capítulo dedicado a los “Fraudes al comercio y a la industria”. A diferencia de la prevista en el proyecto antecesor, ésta no contemplaba el requisito subjetivo de la finalidad de obtención de un beneficio y a los dos medios comisivos (noticias falsas y negociaciones fingidas) allí previstos les sumaba un tercero, consistente en la concertación de acuerdos monopólicos. La redacción de esta última disposición, que se mantuvo idéntica en el Proyecto de 1917, se transformó en el art. 300.1 CP de 1921³⁰⁸, que establecía:

“Serán reprimidos con prisión de seis meses a dos años: 1º El que hiciere alzar o bajar el precio de las mercaderías, fondos públicos o valores, por medio de *noticias falsas, negociaciones fingidas* o por *reunión o coalición* entre los principales tenedores de una mercancía o género, con el fin de no venderla o de no venderla sino a un precio determinado”.

De acuerdo con la Exposición de Motivos, además del ya citado art. 419 del Código Penal Francés, este tipo penal tenía como fuentes el art. 293 del Código Penal Italiano de 1889³⁰⁹, el art. 334 del Código Penal Holandés de 1886³¹⁰ y los arts. 556 y 557 del CPE de 1870³¹¹. Un breve recorrido por los elementos característicos de estas

su criminalización, me parece insuficiente el criterio del daño y resulta imprescindible recurrir a herramientas conceptuales adicionales como las tratadas en el capítulo IV de este trabajo.

³⁰⁶ Con relación al CPE de 1870 que, similarmente, ubicaba al agiotaje como un delito contra la propiedad, Groizard apuntaba: “El *non erat his locus* de Horacio se viene a las mentes al leer este epígrafe [titulado “De las maquinaciones para alterar el precio de las cosas”]. La mala colocación del capítulo no sólo afea la parte artística del Código, sino que revela un lamentable olvido de los principios a que debe obedecer la clasificación de los hechos incriminados y un desconocimiento inexcusable de la importancia que tiene su buena distribución, como partes de un todo, en la esfera científica y en el derecho positivo” (GROIZARD Y GÓMEZ DE LA SERNA, D. A., *op. cit.*, p. 101).

³⁰⁷ Art. 319.1 Proyecto de CP de 1906.

³⁰⁸ Ley 11.179 (B.O. 3/11/1921).

³⁰⁹ Art. 293 Código Penal Italiano de 1889 (Zanardelli): “Quien, mediante la difusión de noticias falsas u otros medios fraudulentos, produce en el mercado público o en las bolsas de comercio un aumento o una disminución de los precios de los salarios, género, mercaderías o títulos negociables en el mercado público o admitidos en las listas de bolsa, es castigado con reclusiones de tres a treinta meses y con multa de quinientas a tres mil liras. Si el delito fuera cometido por mediadores públicos o por agentes de cambio, la pena es de reclusión de uno a cinco años, de inhabilitación temporal para funciones públicas, extendida al ejercicio de la profesión, y de multa superior a mil liras” (la traducción me pertenece).

³¹⁰ Art. 334 del Código Penal Holandés de 1886: “Se impondrá la pena de dos años de prisión, a lo sumo, al que con el propósito de procurar para sí o para otro alguna ventaja ilegal, haga subir o bajar el precio de géneros, de los fondos públicos o valores, propagando alguna noticia falsa” (la traducción es la que obra en ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 43).

³¹¹ Art. 556 CPE 1870: “Los que se coligaren con el fin de encarecer o abaratar abusivamente el precio del trabajo o regular sus condiciones serán castigados, siempre que la coligación hubiere comenzado a ejecutarse, con la pena de arresto mayor. Esta pena se impondrá en su grado máximo a los jefes y promovedores de la coligación y a los que para asegurar su éxito emplearen violencias o amenazas, a no ser que por ellas merecieren mayor pena”.

disposiciones es relevante de cara al análisis que se llevará a cabo en los siguientes apartados, porque permite visibilizar cuáles fueron las elecciones del legislador local a la hora de integrarlos, así como también qué otras posibles configuraciones aquel dejó de lado.

Ante todo, cabe aclarar que, a excepción del art. 556 CPE (dedicado al precio del “trabajo”), todas las figuras que sirvieron de fuentes estaban estructuradas como delitos que exigían para su consumación la producción de un resultado consistente en el alza o baja del precio, lo que fue directamente replicado en el CP de 1921.

En cuanto a las acciones mediante las cuales se alcanza ese resultado, cada una de las disposiciones presentaba exigencias distintas. El código francés contemplaba tres posibles modalidades, específicamente, la divulgación intencional de información falsa, la realización de ofertas por precios superiores a los de mercado y los acuerdos monopólicos, que podían ser ampliadas a “cualquier vía o medio fraudulento”. En cambio, la legislación española excluía la segunda de aquellas, mientras que la italiana se había apartado de la figura francesa también en lo relativo a las coaliciones. Por último, el código holandés únicamente penalizaba la propagación de noticias falsas. Frente a ello, el legislador argentino optó por una criminalización amplia del fenómeno, con alcance similar a la del *Code Pénal* de 1810, pero levemente más restringida en virtud de la supresión de la cláusula de apertura, y su sustitución por la previsión de las “negociaciones fingidas” como modalidad comisiva. Esta fórmula, que no está presente en ninguno de los artículos citados como fuentes y cuya fundamentación se omite tanto en la Exposición de Motivos del Proyecto de 1917³¹² y de 1906³¹³, como en la del Proyecto de 1891³¹⁴ (pese a que, como se vio, éste ya la contemplaba como modalidad comisiva) es, a mi entender, más abarcativa que la referencia ejemplificativa³¹⁵ a las

Art. 557: “Los que esparciendo falsos rumores o usando de cualquier otro artificio consiguieren alterar los precios naturales que resultarían de la libre concurrencia en las mercancías, acciones, rentas públicas o privadas, o cualesquiera otras cosas que fueren objeto de contratación, serán castigados con las penas de arresto mayor y multa de 500 a 5.000 pesetas”.

³¹² Vid. ed. del Proyecto de CP de 1917 disponible para consulta en <http://www.bibliotecadigital.gob.ar/items/show/1300> (enlace consultado el 24/6/2022), p. 126.

³¹³ Vid. ed. del Proyecto de CP de 1906 disponible para consulta en <http://www.bibliotecadigital.gob.ar/items/show/902> (enlace consultado el 24/6/2022), p. LXV.

³¹⁴ Vid. ed. del Proyecto de CP de 1891 disponible para consulta en <http://www.bibliotecadigital.gob.ar/items/show/1086> (enlace consultado el 24/6/2022), p. 191.

³¹⁵De acuerdo con la Exposición de Motivos del Código Penal Francés de 1810 las acciones previstas en el art. 419 eran ejemplos de las “maniobras culpables empleadas por los especuladores ávidos y de mala fe”, a los que se añadía la cláusula de apertura, porque hay tantas posibles que sería “más difícil

“ofertas superiores al precio demandado por los propios vendedores”, que constituyen una *especie* de negociaciones fingidas (género). A la vez, es más restrictiva con relación a “cualquier vía o medio fraudulento”, en tanto sólo quedan alcanzados por la prohibición penal aquellos que adoptan la específica forma de negociaciones.

Por otra parte, en lo relativo a aquello sobre cuyo precio repercuten las conductas de agiotaje, todas las fuentes incluyen (y distinguen entre sí) tres objetos consistentes en las mercaderías propiamente dichas, los valores negociables de carácter público³¹⁶ y los de carácter privado³¹⁷. Éstos fueron tomados en forma idéntica en el art. 300.1 CP, en el que, en cambio, se dejaron de lado la referencia al “salario” (contenida en el Código Zanardelli) y “a cualquier objeto de contratación” (prevista en el CPE).

Con respecto al tipo subjetivo, como se vio, en el CP de 1921 se excluyó la ultra finalidad de obtención de un provecho prevista en el Proyecto de 1891, que replicaba lo establecido en la legislación holandesa. En cambio, se reprodujo textualmente el requisito contemplado en el código francés, por el cual la reunión o coalición de los principales tenedores de una misma mercancía o género debía tener el *fin* de no venderla o de hacerlo sólo a un precio determinado. En función de ello, la figura de agiotaje originalmente establecida en la legislación argentina fue configurada como un tipo doloso³¹⁸ que, en uno de sus tres supuestos (el de las conductas monopólicas), exigía, además, el elemento subjetivo distinto del dolo anteriormente referido.

La escala penal de seis meses a dos años de prisión prevista en el art. 300.1 CP sólo se asemeja a la del código holandés que, frente a un espectro de conductas mucho más reducido, fijaba un máximo de dos años. En este sentido, pese a que, como se vio, el alcance del tipo penal argentino era más similar al del código francés que al de las

detallarlas que preverlas” (*vid.* párrafos de la Exposición de Motivos transcritos en CHAUVEAU, A.; HÉLIE, F., *op. cit.*, pp. 464-465).

³¹⁶ En la legislación holandesa, “fondos públicos”; en la francesa, “efectos públicos”; en la italiana, “títulos registrados en el mercado público” y, en la española, “rentas públicas”.

³¹⁷ En la legislación holandesa, valores”; en la francesa, “papeles”; en la italiana, “títulos registrados en la bolsa” y, en la española, “rentas privadas” y “acciones”.

³¹⁸ Así, SOLER, S., *op. cit.* (1951), pp. 416-417; LAJE ANAYA, J., *Comentarios al Código Penal: parte especial*, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1982, vol. IV, p. 296; ROTMAN, E., *op. cit.*, pp. 64-65; NÚÑEZ, R., *Tratado de derecho penal: parte especial*, 2ª reimpression (2ª ed., 1989) Ed. Marcos Lerner, Córdoba, 1989/1992, t. V, vol. II, p. 226; NAVARRO, G., *Fraudes al Comercio y a la Industria*, Ed. Pensamiento Jurídico, Buenos Aires, 1998, pp. 35-37. DONNA, E. A., *Derecho penal: parte especial*, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2004, t. IV, p. 312.

otras fuentes, el legislador estableció penas más severas que en ese ordenamiento, que contemplaba un mínimo de un mes y un máximo de un año.

Por último, resta destacar que, desde el punto de vista sistemático, se siguió al Código Zanardelli que ubicaba a la figura de agiotaje bajo el título de los “Delitos contra la fe pública”. A pesar de que esto comportó una evolución con relación a las restantes legislaciones que, al igual que el Proyecto de 1891, aún la caracterizaban como un delito contra el patrimonio, también esta colocación fue objeto de críticas por parte de la doctrina, que entendía que su lesividad no podía explicarse a partir del concepto de “fe pública”, bajo el cual estaban también albergados los delitos de falsedad documental³¹⁹.

Precisamente, la cuestión del posicionamiento dentro del sistema del CP fue uno de los aspectos con relación a los cuales mayores modificaciones se propusieron en los distintos proyectos de reforma que, en Argentina, se sucedieron a lo largo del resto del siglo XX. En el Proyecto de 1937³²⁰, se lo insertó en un título distinto, como “Delito contra el comercio, la industria y la economía pública”, y en el de 1941³²¹, bajo el capítulo de los delitos contra la economía pública, del título “Delitos contra la economía pública, el comercio y la industria”. Esta última figura, además, tenía la particularidad de que, a diferencia de todas sus antecesoras, fue configurada como un delito que no exigía la producción del resultado de alza o baja del precio, sino que, para su consumación, bastaba la puesta en acto de los medios comisivos allí previstos, de los cuales se excluyeron las modalidades vinculadas con los acuerdos monopólicos.

³¹⁹ Al respecto, refería Soler que “este es uno de los puntos en los cuales el derecho penal se encuentra en presencia de fenómenos nuevos y complejos, cuyas características exceden el marco del criterio con que se agrupan los delitos contra la propiedad y, por otra parte, no sin cierta violencia puede llevarse ese material bajo el título de las falsedades. En realidad, con este último criterio se destruye el empeño por conservar a la “fe pública” como un bien jurídico autónomo, de modo que pueda diferenciarse un hecho de *falsedad* pura, de uno de *fraude*. [...] [E]l bien jurídico de que aquí se trata consiste principalmente en la fe pública, en el sentido de *confianza, honestidad y buena fe* en los negocios y las relaciones comerciales, lo cual no tiene mucho que ver, por cierto, con la facultad de autenticación, que era el aspecto fundamental de las demás falsedades” (SOLER, S., *op. cit.* [1951], pp. 411-412). Con relación al mismo punto, *vid.* BACIGALUPO, E., *op. cit.* (1973), pp. 277-279.

³²⁰ El art. 385.1 Proyecto de CP de 1937 (COLL, J.; GÓMEZ, E.) reprimía con seis meses a dos años de prisión “al que hiciere alzar o bajar los precios de las mercaderías, fondos públicos, valores o salarios, por medio de noticias falsas o negociaciones fingidas”. Nótese que allí se eliminaba la modalidad de las coaliciones monopólicas.

³²¹ El art. 260 Proyecto de CP de 1941 (PECO, J.) reprimía con seis meses a *tres* años de prisión “al que procurare alzar o bajar los precios de las mercaderías, salarios o valores, mediante noticias falsas, negociaciones fingidas o cualquier otro artificio fraudulento”.

Esa línea se mantuvo a partir de la década de 1940, durante la cual la represión del agiotaje, en lo relativo a los artículos de primera necesidad, adquirió gran centralidad en la política criminal argentina, como producto de los graves contextos inflacionarios que, desde entonces, caracterizan a la economía del país³²². Fue así como, junto con el art. 300.1 CP, que no fue reformado, se dictaron diferentes leyes represivas de “la especulación, el agio y los precios abusivos”³²³ y hasta se crearon, en el ámbito de la Capital Federal, juzgados y una cámara de apelaciones “de agio y especulación”³²⁴, que asumieron la competencia para la investigación y juzgamiento de esa clase de conductas.

Aquella legislación fue receptada en el Proyecto de 1951 que, bajo un título de “Delitos contra la seguridad pública, la industria y el comercio”, incluyó una figura³²⁵ de agiotaje que no exigía para su consumación la producción de una modificación en el precio y que, respecto de las anteriores, presentaba una escala penal más severa (uno a tres años) cuyo máximo, en caso de que aquel sí ocurriera, llegaba a cinco años de prisión. En los proyectos posteriores, se mantuvo esa estructura formal del tipo penal, a la que se le volvió a sumar la exigencia de una intención interna trascendente que consistía en el “propósito de lucro *inmoderado*”. Así lo previeron los Proyectos de 1960³²⁶ y 1979³²⁷ que, además de ampliar el espectro de los posibles objetos de las

³²² Para una detallada reconstrucción de las principales medidas adoptadas en ese período de la historia argentina, *vid.* ROMERO VILLANUEVA, H., “El agiotaje: ¿Una reminiscencia simbólica o un delito actual?”, en RUBINSKA, R.; SCHURJIN ALMENAR, D. (coords.), *Derecho penal económico*, Ed. Marcial Pons Argentina, Buenos Aires, 2010, t. I, pp. 1003-1004.

³²³ Leyes 12.830 (B.O. 16/9/1946), 12.983 (B.O. 3/5/1947), 13.492 (B.O. 19/10/1948) y 13.906 (B.O. 13/7/1950).

³²⁴ Ley 14.558 (B.O. 3/11/1958). Con el dictado de la ley 14.831 (B.O. 24/9/1959), esos tribunales recibieron actual denominación de “justicia en lo penal económico”. Ésta es, en el ámbito de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, el fuero especializado en materia de criminalidad económica.

³²⁵ El art. 396 Proyecto de CP de 1951 (DE BENEDETTI, I.) reprimía “al que procurare alzar o bajar los precios de las mercaderías, salarios o valores, mediante la publicación o divulgación de noticias falsas, exageradas o tendenciosas, o por negociaciones fingidas u otro artificio similar”. El Proyecto de CP de 1953 (LEVENE, R. (h); MALDONADO, H.; LAPLAZA, F.) mantuvo una estructura similar y lo ubicó bajo un título de “Delitos contra las finanzas y la economía públicas”, que nucleaba figuras como las de falsificación de monedas, sabotaje económico, cheques sin fondos, monopolios y fraudes en actividades lucrativas.

³²⁶ El art. 236 Proyecto de CP de 1960 (SOLER, S.), ubicado como delito contra la buena fe en los negocios, castigaba con penas de seis meses a tres años y multa “al que, con el propósito de alcanzar un lucro inmoderado para sí o para un tercero, procurare el alza o baja del precio de mercaderías, valores o tarifas mediante negociaciones fingidas, noticias falsas, acaparamiento, destrucción de productos, o convenios con otros productores, tenedores o empresarios”.

³²⁷ El art. 242 Proyecto de CP de 1979 (SOLER, S.; CABRAL, L.; AGUIRRE OBARRIO, E.) incluía un texto idéntico al del Proyecto de 1960 (*vid.* nota precedente), pero la pena de prisión se elevaba un tercio si se lograba la alteración de precios y el doble si se producía ese resultado en el caso de artículos de primera necesidad.

maniobras (“precio de mercaderías, servicios, valores o tarifas”), incluyeron un catálogo más detallado de éstas, que podían consistir en “negociaciones fingidas, noticias falsas, acaparamiento, destrucción de productos, o convenios con otros productores, tenedores o empresarios”.

Ninguna de estas propuestas logró ser aprobada por lo que, en la legislación argentina, el delito de agiotaje llegó al siglo XXI con la misma configuración que había tenido en 1921, sobre la base de fuentes decimonónicas. En el Anteproyecto de Ley de Reforma y Actualización Integral del CP de 2006³²⁸, todos esos desarrollos fueron dejados de lado y se volvió a aquel texto originario, que se replicó en forma casi idéntica³²⁹.

Pero aquella iniciativa tampoco prosperó. Así las cosas, en octubre de 2011, el Poder Ejecutivo Nacional presentó ante el Congreso un proyecto de reforma del CP mediante el cual se proponía incorporar al título XIII³³⁰, relativo a los “Delitos contra el orden económico y financiero”, una serie de figuras vinculadas con la criminalidad económica, entre las cuales incluyó un delito al que denominó “manipulación de valores negociables”³³¹. En el mensaje de elevación³³², se expuso que la tipificación de esa clase de conductas había sido sugerida por el GAFI en sus diferentes rondas de evaluación y que, con independencia de esto, su sanción era conveniente porque se trataba de una herramienta para “fortalecer al Estado Nacional en su misión de proteger la estabilidad económica en un contexto de crisis”. Asimismo, se destacó que, si bien el texto presentaba “ciertas similitudes” con el del art. 300.1 CP, su incorporación se explicaba por “la necesidad político criminal de atender a las especiales características

³²⁸ Elaborado por una comisión de juristas integrada por los académicos SLOKAR, A. W. (Secretario de Política Criminal y Asuntos Penitenciarios), BAIGÚN, D.; YACOBUCCI, G. J.; HENDLER, E. S.; CHIARA DÍAZ, C. A.; TIZÓN, A.; FERREYRA, G. R.; DI MATTEO, G.; DE LUCA, J. A.; ERBETTA, D. A.

³²⁹ En el texto del art. 201.a) de ese proyecto, la única diferencia está en el giro con el que se describe el elemento subjetivo exigido en el caso del supuesto de reunión o coalición entre los principales tenedores (“el fin de no venderla o de no venderla sino a un precio determinado”), que se sustituyó por “el fin de venderla o no venderla a un precio determinado”.

³³⁰ El mencionado título fue creado a través de la Ley 26.683 (B.O. 21/6/2011), mediante la cual se tipificó al lavado de activos como una figura autónoma dentro del CP.

³³¹ En el proyecto presentado, se proponía incorporar al CP un art. 308, cuyo inc. 1º, curiosamente, rezaba: “Será reprimido con prisión de dos 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 *mercaderías*, 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”.

³³² Disponible para consulta en <https://www4.hcdn.gob.ar/dependencias/dsecretaria/Periodo2011/PDF2011/TP2011/0009-PE-11.pdf> (enlace consultado el 24/6/2022).

que conductas disvaliosas como el agio y/o la concertación adoptan en el mercado de valores”.

El texto que, en definitiva, resultó aprobado en diciembre de ese mismo año (Ley 26.733) y rige hasta la actualidad es el siguiente:

“Art. 309: 1. Será reprimido con prisión de uno (1) a cuatro (4) años, multa equivalente al monto de la operación e inhabilitación de hasta cinco (5) 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”³³³.

1.2. Tipo objetivo: conductas manipulativas alcanzadas por el art. 309.1a) CP

Una simple lectura del tipo penal anteriormente transcrito permite advertir que el legislador de 2011 traspuso el texto del antiguo art. 300.1 CP al título XIII y únicamente le hizo agregados. En este sentido, el actual delito de manipulación de mercado presenta mucho más que “ciertas similitudes” con la inveterada figura de agiotaje. Lo que sí cambió con relación a ésta es, por un lado, el objeto material de las acciones, que está circunscripto al precio de los *valores negociables u otros instrumentos financieros* y, por el otro, la exigencia de que el autor se *valga* de los tres medios comisivos tradicionales (noticias falsas, negociaciones fingidas y reunión o coalición de los principales tenedores) para *realizar transacciones u operaciones* mediante las cuales se provoque el resultado de alza o baja y, a partir de la reforma, *mantenimiento* del precio.

Con respecto a la primera novedad, cabe desde ya advertir que cierta doctrina actual critica la inclusión de la referencia a los “instrumentos financieros”, por tratarse de una expresión “vaga y ambigua”, respecto de la cual no se cuenta con una definición legal³³⁴. La observación es acertada porque, aun cuando sea posible pensar que, mediante aquella añadidura, el legislador haya querido referirse a ciertos activos con los

³³³ El art. 300.1 CP sigue vigente con igual redacción, pero únicamente con relación a las mercaderías (“Serán reprimidos con prisión de seis (6) meses a dos (2) años: 1º. El que hiciere alzar o bajar el precio de las mercaderías por medio de noticias falsas, negociaciones fingidas o por reunión o coalición entre los principales tenedores de una mercancía o género, con el fin de no venderla o de no venderla sino a un precio determinado”).

³³⁴ GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 130.

que se opera en los mercados de capitales, pero que, al momento de la sanción de la Ley 26.733, no estaban comprendidos en la definición legal de valor negociable³³⁵, lo cierto es que se trata de una designación tan amplia que alcanza no sólo a aquellos, sino a todos los que constituyen el objeto de otros segmentos del mercado financiero. De ahí que, siempre de acuerdo con esta visión (que comparto), la aplicación del tipo penal quede inevitablemente habilitada también frente a maniobras llevadas a cabo con respecto a los instrumentos que se negocian en el mercado bancario e, inclusive, con relación a las divisas³³⁶.

No obstante, dado que el presente trabajo tiene por exclusiva finalidad el estudio de los comportamientos llevados a cabo en el contexto de los mercados de valores, a partir de aquí, me dedicaré a tratar las acciones tipificadas por el art. 309.1a) CP, sólo desde esa perspectiva. En consecuencia, tomaré como único objeto material de las acciones allí descritas al precio de los valores negociables, entendiendo comprendidos bajo este último concepto a todos aquellos activos susceptibles de encuadrar en la definición prevista en el art. 2 LMC³³⁷.

³³⁵ Me refiero, específicamente, a los derivados financieros (futuros, opciones y otros), así como también a “los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio, letras hipotecarias y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados” que no formaban parte del concepto legal de “valor negociable” vigente en esa época (que era el del art. 2 del Decreto 677/2001) y que luego fueron incluidos en la LMC (para esa definición, *vid.* nota 337). En igual sentido, GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 131-133.

³³⁶ De hecho, ésta es la interpretación que del tipo penal hizo el Ministerio Público Fiscal de la Nación al denunciar, por la comisión del delito previsto en el art. 309.1 CP a una serie de bancos y a una empresa petrolera en virtud de presuntas operaciones especulativas en los mercados de cambios de divisas, mediante las cuales se habría generado el alza de la cotización del dólar, con el propósito de provocar la devaluación del tipo de cambio (*vid.* al respecto <https://www.fiscales.gob.ar/criminalidad-economica/pidieron-investigar-a-directivos-de-bancos-privados-y-de-shell-por-la-corrída-cambiaría-de-enero/>, enlace consultado el 24/6/2022).

³³⁷ LMC, art. 2: “Definiciones. En esta ley y sus disposiciones reglamentarias, se entenderá por: [...] Valores negociables: Títulos valores emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotapartes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren conforme la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio, letras hipotecarias y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados”.

En función de los otros elementos incorporados en la descripción del nuevo delito, para que una conducta manipulativa del mercado de valores sea penalmente relevante, es necesario que:

- 1) el autor realice transacciones u operaciones;
- 2) para llevarlas a cabo, se valga de noticias falsas, negociaciones fingidas y/o reunión o coalición de los principales tenedores de la especie;
- 3) se produzca el resultado de suba, mantenimiento o baja del precio de valores negociables.

Para desentrañar esta intrincada estructura objetiva, es necesario proceder analíticamente. A continuación, por tanto, trataré por separado cada uno de los requisitos enumerados, para luego entrelazarlos y extraer una conclusión acerca del ámbito de cobertura de la figura.

Antes de comenzar, son necesarias dos aclaraciones adicionales. La primera es que, dado que el tipo penal en cuestión ha sido escasamente tratado por la doctrina nacional y aún no cuenta con suficiente elaboración jurisprudencial, su estudio no puede soslayar los minuciosos trabajos que, con relación al texto derogado (que, como se vio, incluía a los valores y fondos públicos), elaboraron los grandes autores argentinos del pasado. Lo que sí se dejará de lado, a pesar de que fue un punto central en aquellas discusiones, es la cuestión relativa al bien jurídico tutelado. Este punto, cuyo intenso debate se explicaba por una dudosa ubicación sistemática —como se vio, bajo el título de los “Delitos contra la fe pública”—, ha sido suficientemente tratado, desde la perspectiva de la legislación actual, en el capítulo II de este trabajo al que, por lo tanto, me remito en honor a la brevedad.

La segunda aclaración consiste en que aquellos aspectos de la interpretación del tipo penal en cuestión cuyo abordaje exija una consideración del interés protegido serán analizados a partir de la postura que se defendió en el capítulo III. Al igual que para los autores lo es la “libre competencia”, la “política estatal de fijación de precios” o “la confianza en el mercado”, la función informativa del precio será considerada, a tal efecto, una especificación de lo que el “orden económico y financiero” (al que alude el título XIII) significa en el contexto específico de los mercados de capitales.

1.2.1. Transacciones u operaciones

El punto de partida para el análisis son las *transacciones u operaciones*, que ahora se exigen para que la conducta sea típica³³⁸. Al respecto, es claro que, dado que el legislador estableció que deben ser *realizadas*, no basta con que sean aparentadas o simuladas³³⁹. La que, en cambio, resulta un tanto confusa es la doble referencia a transacciones “u” operaciones, porque la conjunción disyuntiva que las vincula parecería denotar una diferencia, aunque se trata de términos que, en el habla coloquial, se usan indistintamente³⁴⁰.

Si se los entiende como un elemento normativo jurídico del tipo, la regulación del mercado de capitales tampoco permite concluir que realizar transacciones y llevar a cabo operaciones sean acciones distintas: “operación” es, por amplísima diferencia, el término más utilizado en la LMC para aludir al conjunto de actividades que se realizan en un mercado de valores, que no se reducen a la compra y venta, sino que también incluyen otras como, por ejemplo, las cauciones³⁴¹ y los pases³⁴². En unos pocos artículos, esa ley también contiene el vocablo “transacción” como equivalente de operación³⁴³ o bien para designar el intercambio de fondos asociado a ella³⁴⁴. Lo mismo ocurre con las Normas CNV, en las que se alterna el uso de ambos términos para significar lo mismo. En particular, interesa destacar que dos de sus artículos³⁴⁵, referidos a los deberes de información de los agentes frente a sus clientes, establecen que aquellos deberán poner a disposición de estos últimos los detalles de cada “transacción u

³³⁸ Así, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, pp. 134-135; *op. cit.*, GUZMÁN, N., pp. 140-143; FONTÁN BALESTRA, C., *Tratado de derecho penal: parte especial* (actualizado por LEDESMA, G. A.), 1ª reimpresión (1ª ed., 2013), Ed. La Ley, Buenos Aires, 2014, t. IV, p. 677.

³³⁹ En este sentido, las transacciones u operaciones se contraponen a las *negociaciones fingidas*, también incluidas en el art. 309.1a) CP, cuyo significado será tratado más adelante en otro subapartado de esta misma sección.

³⁴⁰ *Operación* alude a la “acción y efecto de operar”, a la “ejecución de algo” y, específicamente en ámbito comercial, a la “negociación o contrato sobre valores o mercaderías”. *Transacción* es un “trato, convenio, negocio” (RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 24/6/2022).

³⁴¹ Para una definición, *vid.* nota 19.

³⁴² Para una definición, *vid.* nota 20.

³⁴³ Por ejemplo, en el art. 126, ubicado en la Sección III, titulada “Operación en infracción”, la norma hace referencia a “la *transacción* o las *transacciones* objeto de la violación” (el destacado me pertenece).

³⁴⁴ Por ejemplo, en el art. 35, se alude a “*transacciones* financieras tendientes a facilitar la concertación de *operaciones* bursátiles” (el destacado me pertenece).

³⁴⁵ Normas CNV, tít. VII, cap. I (Agente de negociación), art. 13 y cap. II (Agente de liquidación y compensación), art. 17.

operación realizada” y, a renglón seguido, especifican que, entre éstos, debe incluirse el “tipo de transacción: compra, venta, pago o cualquier otro”. Bajo el término “transacción”, por tanto, se engloban las operaciones con valores negociables (compras, ventas, etc.) y su contrapartida en dinero (cobros, pagos).

En suma, cuando se habla de transacciones y de operaciones, como actos jurídicos que acontecen *en* el mercado, se está haciendo referencia a términos equivalentes que, como máximo, se diferenciarían por ciertos matices vinculados al aspecto del intercambio negocial en el que se pone el acento al usarlos. Lo que, quizás, podría explicar que el legislador haya incluido ambos términos en una misma disposición es que “transacciones” parece albergar no sólo las operaciones con valores negociables que se realizan en los mercados institucionales, sino también las que se realizan por *fuera* de aquellos (por ejemplo, bajo la forma de actos jurídicos entre particulares)³⁴⁶.

Por lo tanto, en términos generales, comparto la visión de aquella aislada doctrina actual³⁴⁷ que se detuvo en la cuestión y concluyó que se trata de sinónimos, y no de conductas distintas entre sí, pero con la precisión de que, en principio, éstas pueden tener lugar tanto en el mercado, como de forma externa³⁴⁸. En función de ello, en lo sucesivo me referiré indistintamente a “transacciones”, “operaciones” o “transacciones u operaciones”.

Sin ingresar todavía en el análisis de lo que significa, en concreto, la vinculación de los medios comisivos tradicionales con la nueva exigencia de realización de transacciones u operaciones, cabe destacar que ésta última, por sí sola, ya comporta un cambio con relación a quiénes pueden ser *sujetos activos* del delito de manipulación de

³⁴⁶ Esto, en principio, me parece adecuado al tenor literal del precepto y acorde con el uso que, en la legislación del mercado de capitales, se le da al término “transacciones”, para aludir al intercambio de dinero (no valores negociables) que se hace como producto de las operaciones. Sin embargo, su aplicación práctica, en definitiva, dependerá de que existan transacciones externas al mercado que tengan la virtualidad necesaria para producir el resultado exigido por el tipo penal.

³⁴⁷ TAZZA, A., *Código Penal de la Nación Argentina comentado: parte especial*, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2ª ed., 2018, pp. 600-601. En igual sentido, RIQUERT, A., “Manipulación del precio de valores negociables u otros instrumentos financieros (agiotaje financiero)”, en RIQUERT, A. (dir.), *Código Penal de la Nación comentado y anotado*, Ed. Erreius, Buenos Aires, 2018, t. III, p. 2316.

³⁴⁸ A mi entender, esta precisión le da al texto legal una inteligencia razonable, que se ajusta más a la regla interpretativa fijada por la CSJN en numerosos precedentes, que reza: “la primera fuente de interpretación de la ley es su letra y cuando la ley emplea varios términos sucesivos es la regla más segura de interpretación la de que esos términos no son superfluos, sino que han sido empleados con algún propósito, por cuanto, en definitiva, el fin primordial del intérprete es dar pleno efecto a la voluntad del legislador” (Fallos 200:165, 299:167, entre muchos otros).

mercado³⁴⁹. En efecto, si bien el tipo penal no los delimita expresamente, está claro que, en la mayor parte de los casos, no podrán serlo sino quienes estén en condiciones de operar con valores negociables. Entonces, aunque, en principio, cualquiera puede ser autor de esta figura³⁵⁰ (que está configurada, en efecto, como un delito común), en los hechos, esto significa que el universo de posibles autores está restringido a quienes reúnen ciertas condiciones especiales, fundamentalmente, vinculadas con su capacidad económica y sus conocimientos técnicos³⁵¹.

A continuación, definiré en qué consisten los medios comisivos tradicionales, aplicados al específico campo del mercado de capitales, para luego explicar qué significa, en concreto, su vinculación con las transacciones u operaciones.

1.2.2. Noticias falsas

La difusión de información falsa era la única modalidad de agiotaje presente en todas las legislaciones que sirvieron como fuente para la configuración originaria de ese delito en Argentina. Aquella estaba prevista tanto en las figuras más amplias, como en las más restrictivas, lo que habilita a pensar que existe consenso generalizado acerca de

³⁴⁹ Con respecto a la vieja figura, habían sido pocos los autores que trataron específicamente el punto, y sus posiciones al respecto eran discordantes. Según Rotman, para los supuestos de noticias falsas y negociaciones fingidas, no era necesaria calificación especial alguna, mientras que sí lo era en el caso de la hipótesis de reuniones o coaliciones, respecto de las cuales estaba clara la exigencia de que los autores fueran principales tenedores de la mercancía o género manipulado (ROTMAN, E., *op. cit.*, pp. 52). En sentido contrario, Núñez sostenía que sólo podía ser autor el tenedor de mercaderías, fondos públicos o valores (NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 225).

³⁵⁰ GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 140.

³⁵¹ También Rotman, luego de afirmar que el delito no requería calificación especial alguna aclaraba que “esto no quita que para que una persona pueda ser considerada autora de ciertas especies de agiotaje deba poseer conocimientos y aptitudes técnicas especializadas requeridas por los complejos mecanismos de los mercados” (ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 52). En igual sentido, NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 21. En función de estas exigencias, me parece particularmente actual la siguiente observación de Moreno: “La ley incrimina aquí hechos que en realidad a pesar de que teóricamente pueden ser ejecutados por cualquiera, no son susceptibles de realizarse sino por potentados capaces de dominar el mercado y que deben valerse de múltiples auxiliares. Así, si se anunciare que la cosecha de azúcar se había perdido, para hacer subir el precio del stock existente en plaza, no se producirían las consecuencias perseguidas, sino en caso de desenvolverse bien el plan. Para ello sería necesario obtener el concurso de los diarios, complicarse con algunos comerciantes y llevar al público la sensación de que el hecho era exacto para que todos se apresuren a comprar la mercadería” (MORENO [h], R., *El código penal y sus antecedentes*, Ed. Tommasi, Buenos Aires, 1922, t. VII, pp. 119-120).

su carácter altamente insidioso³⁵². Esta apreciación, por otra parte, es acorde a la postura que aquí se sostiene: según fue examinado³⁵³, las modalidades manipulativas de carácter informativo logran un grado de distribución inicial de la información que desencadena mecanismos de “negociación universalmente informada” a través de los cuales se logra su incorporación al precio con el mayor grado de eficiencia relativa posible. A partir de esto, tal como se vio, puede concluirse que aquella es una de las subclases de manipulación de mercado (por vía de injerencia indirecta) más lesivas para el interés consistente en la función informativa del precio³⁵⁴.

Al haber utilizado el término “noticias”, está claro que el legislador circunscribió el ámbito de cobertura del tipo penal a aquellas formas de manipulación que involucran algún tipo de *comunicación*³⁵⁵ de información acerca de *hechos*³⁵⁶. Asimismo, dado que aquellas deben ser “falsas”, también parece indiscutible que su objeto debe ser *contrario a la verdad*.

En cuanto a lo primero, la doctrina nacional es absolutamente unánime³⁵⁷ y aquí se la comparte. Por lo tanto, debe excluirse del concepto de noticia falsa el contenido de las *opiniones y estimaciones*, en tanto no se trata de cosas que suceden (hechos), sino de apreciaciones subjetivas³⁵⁸.

³⁵² Cfr. ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 55.

³⁵³ Vid. cap. III, apartado 2.4.2.

³⁵⁴ Ésta era la postura de Soler, quien consideraba a las noticias falsas como un procedimiento “particularmente eficaz en los medios bursátiles” (SOLER, S., *op. cit.* [1951], p. 416).

³⁵⁵ El art. 309.1a) CP no especifica cuál es la acción que debe ser llevada a cabo respecto de las noticias falsas, sino únicamente que el autor de las transacciones u operaciones debe valerse de éstas. Es claro que, para ser usadas como instrumento del delito, en alguna medida deben darse a conocer, pero no qué alcance debe tener su comunicación. Sobre este aspecto me ocuparé más adelante, en el apartado referido a la imputación objetiva del resultado a la acción típica.

³⁵⁶ La RAE define a la noticia como “información sobre algo que se considera interesante divulgar”, “hecho divulgado” o “dato o información nuevos, referidos a un asunto o una persona” (RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 24/6/2022).

³⁵⁷ Cfr., GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 141 (“afirmaciones referidas a hechos”); TAZZA, A., *op. cit.*, p. 602 (“anoticiamiento o difusión de acontecimientos”); FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 677 (“difusión del acaecimiento de hechos”); ABOSO, G., *Código Penal de la República Argentina: comentado, concordado con jurisprudencia*, 6ª ed., Ed. B de f, Buenos Aires, 2022, p. 1689 (“difusión de afirmaciones o negaciones acerca de hechos”). Con relación al derogado art. 300.1 CP, *vid.* SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 416 (“difusión de afirmaciones o negaciones acerca de hechos”); LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 293 y NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 24 (“comunicación de ocurrencias”); NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 225 y CREUS, C.; BUOMPADRE, J., *Derecho penal. Parte especial*, 7ª ed., Ed. Astrea, Buenos Aires, 2007, p. 537 (“difusión pública de hechos”).

³⁵⁸ Así, GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 141, nota 24. En el pasado, ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 59; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 26; GÓMEZ, E., *Tratado de derecho penal*, Ed. Compañía Argentina de Editores, 1942, t. VI, p. 174. A mi juicio, sin embargo, esto no implica rechazar que el hecho de que alguien tenga una

Con respecto a cuáles son los hechos que deben ser objeto de la noticia, también existe pleno acuerdo: no es necesario que éstos sean de naturaleza económica o financiera, sino que pueden ser de orden político, comercial, sindical, social, cultural o de cualquier otra índole³⁵⁹. Tampoco corresponde exigir que estén específicamente referidos al valor negociable manipulado, o a su emisora³⁶⁰.

Por otra parte, el requisito de falsedad determina que deban considerarse atípicas aquellas noticias que son meramente *engañosas*. En otras palabras, lo que mediante la expresión “noticias falsas” se exige es que se trate de verdaderas mentiras³⁶¹.

Al respecto, siempre con relación al texto derogado, algunos autores discutían si las noticias que parten de un hecho cierto, pero lo presentan en una falsa dimensión (noticias *exageradas*), y las que son verdaderas en sí mismas, pero crean una falsa representación en virtud de la forma en la que son presentadas (noticias *tendenciosas*), pueden considerarse alcanzadas por la figura en cuestión. Para Rotman, la respuesta era afirmativa en ambos casos porque, con respecto a lo primero, “una verdad a medias también es una media mentira y, cuando presenta una entidad suficiente, constituye una falsedad punible”³⁶²; y, en cuanto a lo segundo, “la noticia puede ser falsa no solamente por su divergencia externa con la realidad sino por la manera de anotar, ya que en cierto contexto temporal y espacial es posible el engaño mediante la exposición engañosa de hechos objetivamente verdaderos”³⁶³. Laje Anaya coincidía con esta postura: para él, nada impedía considerar a la noticia exagerada “como una noticia falsa, pues muy claramente resulta que lo que se dijo tiene, por su exceso, otras proporciones

determinada opinión no pueda configurar en sí mismo una noticia falsa en los términos de la norma citada, pues “lo que opine X” y la circunstancia de “que X lo opine” son dos cosas distintas (al respecto, *vid.* nota 234). Tal como lo explicaré en el apartado referido a la imputación objetiva, estos planos de verdad son relevantes en función de la configuración actual del tipo penal.

³⁵⁹ Así, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 136; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 603; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1689. Con respecto al viejo art. 300.1 CP, DONNA, E. A., *op. cit.*, t. IV, p. 305; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 25.

³⁶⁰ Así, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, *ibidem*. Sin embargo, para la doctrina mayoritaria esto no equivale a afirmar que las noticias acerca de *cualquier* hecho puedan dar lugar a responsabilidad penal en los términos de la figura en cuestión, sino que, para ello, los autores consideran necesario cierto estándar de relevancia objetiva (en este sentido, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 135; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 601; ABOSO, G., *op. cit.*, pp. 1689-1690). Al respecto, dada la nueva redacción del tipo penal, disiento con la opinión dominante, por las razones que desarrollaré en el apartado correspondiente a la imputación objetiva.

³⁶¹ Así, con relación a la vieja figura, ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 56. Con respecto a que debe tratarse de noticias no verdaderas, *vid.* BÁEZ, J., *Delitos patrimoniales*, Ed. Cathedra Jurídica, Buenos Aires, 2008, p. 136; LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 294; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 24; y, acerca del 309.1a) CP), TAZZA, A., *op. cit.*, p. 603 y ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1689.

³⁶² ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 58.

³⁶³ ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 59.

o dimensiones” y lo mismo ocurría con la tendenciosa, que “se vuelve falsa porque el sujeto anotició falsamente”. En cambio, para Pessagno, esa conclusión no era aceptable porque implicaba exceder la taxatividad de la disposición, aunque luego matizaba esta conclusión señalando que los jueces, en definitiva, deberían atender a las particularidades de los casos concretos dado que, en determinadas circunstancias, el carácter exagerado o tendencioso podía hacer que las noticias perdieran la calidad de verdaderas³⁶⁴. Por su parte, Donna tampoco la compartía, pero con fundamento en la ausencia de imputación objetiva del resultado causado, por la competencia de la víctima: “si la noticia sólo exagera y la víctima actúa de manera imprudente, por el solo afán de codicia, habrá que discutir la tipicidad objetiva”³⁶⁵.

A mi juicio, la solución es distinta en uno y otro caso. Si la exageración consiste en presentar el hecho de manera tal que, por más puntos de contacto que tenga con la realidad, éste es literalmente falso, podrá decirse que se encuentra satisfecha la exigencia del tipo penal. En efecto, que las noticias no se correspondan con la realidad (que sean falsas) no equivale a que éstas sean totalmente inventadas, pues también pueden ser falsos los hechos adulterados³⁶⁶. Así, por ejemplo, si A comunica que la emisora β está a punto de quebrar y, en realidad, sabe que todo lo que ocurrió es que un acreedor presentó un pedido de quiebra ante la justicia comercial, podrá sostenerse sin dificultades que A dio una noticia falsa³⁶⁷ porque, al presentar la posibilidad de quiebra de β como un evento seguro e inminente, dijo algo que contrasta con la verdad de lo que está aconteciendo. Por otra parte, si alguien recibiera la noticia de A y creyera que β está por quebrar, en principio, no podría decirse que lo estaría haciendo a partir de

³⁶⁴ PESSAGNO, H., *op. cit.*, p. 119.

³⁶⁵ DONNA, E. A., *op. cit.*, t. IV, pp. 304-305.

³⁶⁶ En igual sentido, NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 225, pero referido al viejo tipo penal.

³⁶⁷ En sentido contrario, Brond, con relación al actual 300.1 CP (referido a mercaderías) considera que los autores que defendían la extensión del concepto de noticia falsa a las que son exageradas realizaban una interpretación analógica de una ley extranjera *in malam partem* y, por lo tanto, la rechaza (BROND, L., comentario al art. 300 CP, en BAIGÚN, D. (dir.); ZAFFARONI, E. (dir.); TERRAGNI, M. (coord.), *Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2013, p. 107). Al respecto, debe observarse que los autores que admitían el encuadre de las noticias exageradas bajo el concepto de falsas no lo hacían a partir de una aplicación analógica del Código Penal Italiano de 1930, que incluía expresamente las noticias exageradas o tendenciosas. De hecho, en los comentarios estaba claro que el Código Zanardelli (1889), que había servido como fuente para nuestro legislador, no las contemplaba y que, en ese país, una extensión del tipo penal a las noticias exageradas no había posible sino hasta la reforma legislativa de 1930.

inferencias equivocadas de las que es responsable, porque el mensaje de A dice exactamente eso³⁶⁸.

No puedo concluir lo mismo con respecto a las noticias tendenciosas. Si el mensaje que se da es literalmente verdadero, cualquier intento de calificarlo como una noticia falsa implicaría forzar el tenor literal de un precepto que, al menos en este punto, es claro. Así, si A, en vez de decir que β está a punto de quebrar, refiere que hay muy malas noticias con respecto a β , porque se pidió su quiebra, pero es consciente de que el pedido formulado ante la justicia comercial de ningún modo prosperará (por ejemplo, porque no satisface los requisitos mínimos de procedencia), no podrá decirse que dio una noticia falsa, a menos que este último adjetivo sea entendido como sinónimo de “engañoso”.

De acuerdo con lo dicho, los argumentos de quienes defendían la tipicidad de esa clase de noticias no persuaden porque, como fácilmente puede observarse en los pasajes que transcribí más arriba, aquellos terminaban por entender satisfecha la exigencia de que la noticia sea falsa, a partir de que el mensaje se presentara de modo tal que llevara a confusión. En otras palabras, lo que hacían era equiparar la mentira con el engaño cuando, como se vio, éstas son categorías conceptualmente distintas y la segunda estaba claramente excluida del alcance de la vieja disposición³⁶⁹. En este

³⁶⁸ Con relación a la figura derogada, para que pudiera decirse que una conducta como la de A era penalmente relevante, la doctrina mayoritaria exigía que la noticia reuniera cierto estándar de verosimilitud (ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 61; PESSAGNO, H., *op. cit.*, p. 119). A partir de la nueva configuración, como se verá, esto tampoco es, a mi juicio, necesario.

³⁶⁹ Al respecto, debe decirse que, en rigor, esta diferenciación (por cierto, básica) no parecía escapar al análisis de esos autores. Más bien, lo que, a mi juicio, ocurría es que éstos, en función de que el tipo penal incluía entre sus elementos la producción de un resultado, entendían que esa exigencia elevaba ya suficientemente el estándar de insidia que debía reunir una noticia para ser alcanzada por la figura en cuestión. Entonces, si, en definitiva, aquel debía producirse para que la conducta fuera típica, quedaba garantizado que la noticia fuera una de aquellas que, como la mentira, *necesariamente* conducen a su receptor a entender como contenido del mensaje el estado de cosas falso que por él se presenta. A mi juicio, esto se desprende claramente del siguiente pasaje: “la fórmula ‘noticias falsas’ del art. 300, inc. 1° encierra una modalidad específica de la acción típica del delito de agiotaje que no puede valorarse desde un punto de vista exclusivamente objetivo. Si bien la expresión constituye una referencia al medio comisivo, también está indicando indirectamente el verbo correspondiente a esta alternativa típica: ‘anoticiar’ falsamente. *Es éste el núcleo del tipo puesto que el hacer alzar o bajar los precios es una mención relacionada con el resultado*. De esta manera surge en este delito con particular claridad que la acción es una estructura inescindible de objetividad y subjetividad” (ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 59, el destacado me pertenece).

Esa clase de razonamientos, sin embargo, significaba adoptar una perspectiva *ex post* (la del resultado producido) para un análisis que, en virtud del texto de la ley (que exigía que las noticias fueran falsas y no que sólo llevaran a sus receptores a creer un estado de cosas falso), debía ser realizado *ex ante*.

Con independencia de que esta posición se acercara más a la equiparación entre mentira y engaño que, desde el punto de vista de la ilicitud material, aquí se sostiene en virtud de las características específicas

sentido, a pesar de que, como enseguida se verá, la relación que debe mediar entre las noticias falsas y el resultado típico, en el nuevo delito, es sustancialmente distinta y, por lo tanto, esta distinción ahora ya no tiene mayor sentido, esta conclusión debe mantenerse, en función de que la terminología utilizada por el legislador no ha variado.

En otro orden, el requisito de falsedad también exige analizar si los hechos a los que refiere la noticia sólo pueden ser *pasados* o *presentes*, o si también pueden ser *futuros*. Para Núñez³⁷⁰ y, con relación al tipo penal actual, para Guzmán³⁷¹ y Aboso³⁷², estos últimos también pueden considerarse alcanzados por el tipo penal. En principio, esta visión no ofrece ninguna dificultad en la medida en que la falsedad de lo que se dice con relación al futuro sea verificable en el momento en el que se da la noticia: si, por ejemplo, B anuncia que la emisora α iniciará (o, inclusive, que estaría por iniciar³⁷³) un proceso de expansión de su capacidad productiva, pero esto no es así porque, al momento de la comunicación, no existe un estado de cosas real que siquiera indique que se están llevando a cabo actos preparatorios para esa acción futura (y a B le consta), no hay dudas de que está dando una noticia falsa, por más de que ese hecho luego pueda verificarse³⁷⁴.

del mercado de valores y que, por lo tanto, me parezca una visión preferible *de lege ferenda*, como dije, no podía seguirla en el contexto de ese texto legal.

³⁷⁰ NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 225.

³⁷¹ GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 141.

³⁷² ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1689.

³⁷³ En efecto, el uso del modo condicional, tan habitual en el periodismo, no obsta a que pueda concluirse que un determinado sujeto dio una noticia falsa si esa potencialidad va asociada a un hecho que no es verdadero y quien lo comunica está al tanto de esta circunstancia.

³⁷⁴ Este es el supuesto de hecho que se trató en un caso tramitado en la Justicia Nacional en lo Penal Económico al que, a continuación, me referiré brevemente, utilizando sólo las iniciales de sus actores principales, ya que el caso no tomó estado público. La investigación inició a raíz de que el periodista G. había publicado en un conocido medio especializado una noticia mediante la cual, citando a F. (director de un fondo de inversión), había informado que la empresa C. podía ser comprada por un competidor y que, particularmente, podía tratarse de T. Según pudo constatarse a raíz de la investigación, al momento de la publicación, el hecho fue desmentido tanto por los directivos de C., como por su accionista controlante. Asimismo, se corroboró que, en el día de la publicación y en los posteriores a ésta, tanto G. como F. habían operado en el mercado con las acciones de C. y que éstas habían presentado un importante incremento. Pese a ello, el caso culminó con el cierre de la investigación (Juzgado Nacional en lo Penal Económico n° 9, Secretaría, n° 17, “G. y otros s/inf. art. 309 CP”, resolución del 21/8/2018), porque el Ministerio Público Fiscal, al verificar que, ocho meses después, se produjo la venta de C. a T., entendió que G. no había difundido una noticia falsa, sino que había comunicado una “prognosis del mercado”. En mi opinión, esa conclusión se apoya en una visión un tanto ingenua de los acontecimientos, dado que la operación de venta de C. a T. no podía “vaticinarse”, a menos que se estuviera en poder de información privilegiada (lo que también explicaría las transacciones realizadas por G.). En función de ello, las posibilidades eran dos: o los directivos de C. mintieron al desmentir la información o bien el que mintió fue F. porque, al momento de su comunicación, no era cierto que esa compra fuera una posibilidad. En el primer caso, la solución adecuada habría sido la continuación de la investigación por el delito previsto en el art. 309.1b) CP, con relación a los directivos (y, eventualmente, a la misma persona

Más problemático, en cambio, es el caso de los *pronósticos* que, como se vio³⁷⁵, constituyen un insumo fundamental para la actuación de los participantes del mercado. En tanto éstos tienen por objeto hechos futuros e *incierto*s, está claro que no pueden ser falsos o verdaderos, porque su valor de verdad no es verificable. Serán, en todo caso, más o menos acertados en función de que los acontecimientos se produzcan de acuerdo con lo esperado. Los pronósticos deben, por tanto, excluirse como posibles noticias falsas, sin perjuicio de que, de manera similar a lo que se adelantó con relación a las opiniones, pueda haber otros hechos en sentido estricto, vinculados con los pronósticos, que sí resulten relevantes en aquellos términos. Me refiero, concretamente, a la información suministrada como fundamento de los pronósticos y a la circunstancia de que éstos se presenten como creídos por su comunicador.

Hasta aquí se examinaron las derivaciones que pueden hacerse a partir de que el legislador, en la técnica utilizada al tipificar el delito de manipulación del mercado de valores, haya mantenido la referencia a las “noticias falsas”³⁷⁶. Dada la configuración actual de la figura, sin embargo, la comunicación de aquellas no puede, por sí sola, dar lugar a una conducta relevante en los términos del art. 309.1a) CP, si no se las integra con transacciones u operaciones. De acuerdo con ello, la difusión de noticias falsas ha dejado de ser la conducta típica, para transformarse en un *instrumento* del que debe valerse el autor del hecho para realizar las acciones a raíz de las cuales se produce la suba, baja o mantenimiento del precio de los valores negociables.

La primera consecuencia de la redacción actual del tipo penal es, entonces, que la mera comunicación de noticias falsas es atípica, salvo que su autor participe en el hecho de otro, consistente en operar fuera o dentro del mercado de manera tal que se produzca el resultado anteriormente mencionado³⁷⁷. De acuerdo con esto, los comportamientos que aquí he caracterizado como manipulación informativa pura que, cuando tenían por objeto noticias falsas (no engañosas), estaban reprimidos por el art. 300.1 CP, han quedado fuera del alcance del nuevo delito.

jurídica), y por el delito del art. 307 CP, en el caso del periodista. En cambio, si se tomara como falsa la noticia, la investigación debería haber seguido en función del art. 309.1a) CP.

³⁷⁵ Vid. cap. IV, apartado 2.2.1.

³⁷⁶ Como se verá en el apartado dedicado a la imputación objetiva, la doctrina dominante entiende, aunque el texto de la ley no lo diga expresamente, que las noticias falsas éstas deben ser *difundidas* y tener por objeto hechos *relevantes* para incidir en las decisiones de los participantes del mercado.

³⁷⁷ Así, GUZMÁN, N., *op. cit.*, pp. 146-147.

Por su parte, tampoco la puesta en escena de comportamientos externos al mercado³⁷⁸ (manipulación informativa en sentido amplio) será en sí misma punible desde la perspectiva del actual art. 309.1a) CP. A lo sumo, el autor de la *mise en scène* podrá ser objeto de reproche en los términos de esa figura en la medida en que, con ese comportamiento, haya realizado un aporte al hecho ajeno que, en este caso, consiste en difundir una noticia falsa³⁷⁹ (basada en la acción aparentada)³⁸⁰ y en realizar transacciones a partir de las cuales se genere el resultado típico.

En el caso de las acciones manipulativas que se caracterizan por combinar la difusión de información con la realización de transacciones (por ejemplo, las tipologías conocidas como *pump and dump* y *trash and cash*) su tipicidad dependerá de que: en su tramo informativo, la conducta consista en una comunicación de objeto falso (y no meramente engañoso); y, en su tramo operativo, las transacciones sean reales. Este último requisito es una consecuencia obvia de que el legislador haya previsto a la ficción de negociaciones como una conducta distinta a la realización de transacciones u operaciones. De acuerdo con el alcance de aquel supuesto (que se analizará en el siguiente apartado), debe, por lo tanto, excluirse la tipicidad cuando el comportamiento manipulativo consista en difundir información falsa y, a la vez, aparentar o simular transacciones.

En definitiva, en lo que respecta a la modalidad bajo análisis, el ámbito de aplicación del delito de manipulación de mercado queda circunscripto a los casos en los que el autor 1) comunique información falsa acerca de hechos y la utilice para realizar transacciones manipulativas reales; 2) realice las operaciones, actuando *de común acuerdo* con otro sujeto responsable de efectuar la mencionada comunicación; o bien 3)

³⁷⁸ A excepción de aquellos mediante los cuales se finja una negociación, que serán tratados en el siguiente apartado.

³⁷⁹ El requisito de la falsedad es particularmente difícil con relación a ese grupo de casos porque, dado que los comportamientos externos al mercado se simulan, las comunicaciones mediante los cuales se divulga son, en principio, sólo engañosas, ya que se afirma como verdadero algo que literalmente ocurrió, aunque no con el alcance con el que se pretende que sea creído. En un caso como el descrito por Allen y Gale (*vid. cap. IV, apartado 2.2.1. y sus notas*), si se comunicara “las plantas de X cerraron sus puertas y no están produciendo”, la noticia no sería falsa, porque los establecimientos productivos, de hecho, estaban en esa situación. Para que lo fuera, sería necesario que se informara algo más que lo respaldado por la *mise en scène*, por ejemplo: “las plantas de X no están produciendo, porque sus dueños decidieron el cierre definitivo de la compañía”.

³⁸⁰ También podría ocurrir que el autor de la *mise en scène*, además, sea el responsable de la difusión de la noticia falsa, en cuyo caso vale lo dicho en el párrafo precedente con relación a la manipulación informativa pura.

se *aproveche* a tal efecto de la noticia falsa dada por otro con quien no lo une ningún tipo de complicidad³⁸¹.

Esos grupos de casos, en teoría, son posibles, pero en la práctica no tienen mayor sentido, salvo en situaciones muy puntuales. En efecto, si se comunica una noticia falsa para inducir a error a los otros participantes del mercado (es decir, para manipular por vía indirecta³⁸²), lo más probable es que, de realizar el autor transacciones fuera o dentro de éste para acompañarla, éstas sean aparentes o simuladas, como un modo de generar (o reforzar) la misma impresión equivocada, sin tener que enfrentar las pérdidas que derivarían de negociar realmente, sobre la base de un hecho que no es cierto. Volviendo al caso de la falsa inminente quiebra de la emisora β , si A, además de mentir, operara para engañar a otros participantes, sería contrario a toda lógica que lo hiciera desprendiéndose realmente de las acciones de β a un precio más bajo que el del mercado. Más razonable, en cambio, sería que simulara esas ventas, por ejemplo, ubicándose en el otro extremo de las operaciones, para no perder sus tenencias, pero, como se vio, ese comportamiento sería atípico. De acuerdo con esto, para que una conducta quede atrapada por la prohibición penal, debería tratarse de un caso en el que el autor esté dispuesto a enfrentar las pérdidas derivadas de operar sobre la base de información falsa, por ejemplo, por tener en miras una ganancia mucho mayor como producto de la estrategia manipulativa. Como es evidente, en atención a las exigencias del tipo penal, se reduce considerablemente el universo de manipulaciones operativas alcanzadas porque, en virtud de aquellas, es necesario que, en los casos concretos, se verifiquen combinaciones extrañas que, si bien pueden darse, no responden a condiciones necesarias para el éxito de una conducta manipulativa.

³⁸¹ La doctrina dominante, acertadamente, excluía esta posibilidad con relación al art. 300.1 CP (*vid.* al respecto, CREUS, C; BUOMPADRE, J., *op. cit.*, p. 537; DONNA, E., *op. cit.*, t. IV, p. 306), porque allí la acción típica consistía en difundir las noticias falsas. Sin embargo, esa conclusión no puede trasladarse al texto actual, en cuyo tenor literal aquella encaja ahora perfectamente, dado que la acción típica es otra y todo lo que debe hacer el autor con relación a las noticias falsas es *valerse* de éstas.

³⁸² En teoría, también sea posible pensar en casos de manipulación directa (por injerencia inmediata en el precio), pero en éstos la noticia falsa tendría como único sentido profundizar el resultado manipulativo logrado a través del ejercicio de poder de mercado (es decir, a través de transacciones). En este sentido, el tramo informativo de la conducta siempre cumpliría una función manipulativa indirecta, porque serviría para convencer a otros participantes de que operen del mismo modo que el autor de las transacciones manipulativas.

En suma, tomando como referencia la taxonomía propuesta al inicio del trabajo, el ámbito de cobertura de las transacciones u operaciones realizadas valiéndose de noticias falsas es el siguiente:

CUADRO N° 11 COBERTURA DEL ART. 309.1a) “NOTICIAS FALSAS” EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN INFORMATIVA Y MIXTA									
Categoría ³⁸³	Tipología	Clase de información		Clase de operaciones		Alcanzada			
		Engañosa	Falsa	Fingidas	Reales	Sí	No		
Manipulación informativa	Difusión de noticias	X		(Estas modalidades no incluyen la realización de operaciones ³⁸⁴)			X		
			X				X		
Manipulación informativa	Puesta en escena de comportamientos humanos externos al mercado	X							
			X						X
Manipulación mixta	<i>Pump and dump</i>	X		X			X		
		X			X		X		
			X	X			X		
			X		X	X			
Manipulación mixta	<i>Trash and cash</i>	X		X			X		
		X			X		X		
			X	X			X		
			X		X	X	X		

1.2.3. Negociaciones fingidas

Las negociaciones fingidas no estaban previstas como medios comisivos en las legislaciones que sirvieron como fuentes del CP argentino. Posiblemente, esa expresión sea una reformulación local de aquello a lo que, en esos textos legales, se aludía como “medios fraudulentos” u “otros artificios”, pero lo cierto es que la terminología adoptada en el CP de 1921, y reproducida en la Ley 26.733, en este punto, se apartó completamente de aquellas³⁸⁵.

Con relación a la figura derogada, un punto que trataban los autores era si, con el término “negociación”, se incluía a las tratativas dirigidas a la celebración de actos jurídicos o si, por el contrario, éste exigía que aquellos se perfeccionaran. Al respecto, se le atribuía a Pessagno la posición más restrictiva, que exigía que se llegara al acuerdo

³⁸³ De acuerdo con la clasificación realizada en el capítulo I.

³⁸⁴ Por lo tanto, sólo estarían alcanzadas por el tipo penal en el caso de participación en el hecho de otro.

³⁸⁵ Al respecto, *vid.* PESSAGNO, H., *op. cit.*, pp. 122-123.

de voluntades³⁸⁶, mientras que Rotman, sobre la base del significado que el verbo “negociar” tiene en la lengua española³⁸⁷, Rotman entendía que las primeras sí estaban comprendidas³⁸⁸.

Desde el punto de vista del nuevo tipo penal, cabe destacar que, dado que su texto no las delimita, las negociaciones pueden tener lugar tanto *fuera*³⁸⁹ como *dentro* del mercado. En el primer caso, se trataría, en rigor, de la puesta en escena de comportamientos externos al mercado en los que la apariencia producida podría relacionarse tanto con las tratativas (por ejemplo, en caso de que los CEOs de dos empresas competidoras se dejaran ver teniendo una reunión para dar a entender que se está gestando algún tipo de acuerdo) como con la celebración de actos jurídicos (por ejemplo, un contrato mediante el cual se simula la venta que una emisora hace de una planta productiva). En principio, ninguna de estas variantes parecería poder excluirse del alcance del término “negociación” porque, en línea con lo que afirmaba Rotman, éste alberga en español ambos significados.

Cuando se analiza la cuestión en referencia a las negociaciones que se efectúan en el mercado de valores, esa posibilidad interpretativa se refuerza porque aquel término se usa específicamente para significar los pasos previos y necesarios para que las operaciones (o transacciones) se concreten. En la LMC, por ejemplo, se define al “mercado de capitales” como “el ámbito donde se *ofrecen* públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la *negociación* por agentes habilitados, el público realice *actos jurídicos*, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores”³⁹⁰. En función de esto, la negociación

³⁸⁶ Al presentar esta (supuesta) discusión, los distintos autores (por ejemplo, NAVARRO, G., *op. cit.*, pp. 27-28) invocan a Pessagno, como representante de la tesis restrictiva y lo hacen con cita de PESSAGNO, H., *op. cit.*, p. 124). Sin embargo, a mi entender, de la mencionada p. 124 lo que surge es únicamente que ese autor excluía la tipicidad en aquellos casos en que se hubieran llevado a cabo tratativas *reales*, que no hubieran llegado a concretarse, lo que es muy distinto que afirmar la atipicidad de las tratativas. En la actualidad, con relación al 300.1 CP vigente, Brond sostiene la posición supuestamente atribuida a Pessagno (BROND, L., *op. cit.*, pp. 107-108).

³⁸⁷ La primera acepción del verbo “negociar” es “*tratar y comerciar, comprando y vendiendo o cambiando géneros, mercancías o valores para aumentar el caudal*” (RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 23/4/2022).

³⁸⁸ ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 65. En igual sentido, Soler incluía entre los ejemplos de negociaciones fingidas a los ofrecimientos (SOLER, S., *op. cit.* [1951], p. 417).

³⁸⁹ Cfr. SARRABAYROUSE, J M., “Delimitación y aspectos dogmáticos del tipo penal de agiotaje”, en YACOBUCCI (dir.), LAPORTA, M.; RAMÍREZ, N. (coords.), *Derecho penal empresario*, Ed. B de f, Buenos Aires, 2020, p. 531 y sus notas.

³⁹⁰ LMC, art. 2.

es aquella etapa en la que los interesados en llevar a cabo una operación con un determinado valor negociable comunican el rol (comprador/vendedor, lanzador/tomador, etc.) y los términos (volumen, precio, plazo) bajo los cuales desean realizarla, a la espera de encontrar una contraparte con quien cerrar el acuerdo. Esto es coherente con otras disposiciones de esa misma ley en las que se hace referencia a la negociación: así, por ejemplo, los “sistemas de negociación”³⁹¹ son los programas informáticos a través de los cuales los participantes cursan sus ofertas de compra y de venta, a partir de cuyo cruce (“interferencia”) se concretan las operaciones; los “agentes de negociación”³⁹² son las personas jurídicas que actúan como las intermediarias³⁹³, a través de las cuales aquellas ofertas ingresan al sistema, y el “curso de la negociación”³⁹⁴ es el sentido en el que se dirigen las ofertas respecto de un determinado valor negociable.

A partir de lo expuesto, me parece posible (y ajustado al texto legal) interpretar que, mediante el término “negociaciones”, el tipo penal alude a esa etapa de la interacción entre los participantes del mercado, que puede (o no) derivar en un acto jurídico con valores negociables³⁹⁵.

Algo que, en cambio, no era objeto de disenso entre los distintos comentaristas al viejo delito de agiotaje era el significado de la caracterización de las negociaciones como “fingidas”. En efecto, todos coincidían en que éstas no eran sólo las *inexistentes*

³⁹¹ LMC, art. 39.

³⁹² LMC, art. 2.

³⁹³ Al respecto, repárese que, en el mercado de capitales, los agentes no son intermediarios en las operaciones (en otros términos, no son parte de ellas, por ejemplo, en carácter de mandatarios), sino que intervienen acercando a las partes para facilitar su realización. En efecto, “a diferencia de otros mercados, donde concurren compradores y vendedores, en el mercado de capitales, las partes no negocian *face to face*, sino que, por el contrario, las tratativas propiamente dichas reposan en los denominados “intermediarios financieros”, que no son otra cosa que profesionales en la materia que, en forma individual o unidos como empresas organizadas, interactúan en la colocación o en la venta de valores transables” (BÁEZ, J., *op. cit.*, p. 129). Al respecto, *vid.* nota 16.

³⁹⁴ Esta expresión aparece en las disposiciones mediante las cuales se establece el deber de mantener reserva, de divulgar y/o de abstenerse de negociar cuando se esté en conocimiento de determinada información relevante para el mercado, a la que se la defino como aquella que influye o puede influir en el precio de colocación (inicial) de los valores negociables o en el “curso de su negociación” (*cf.* arts. 2, en función del 117.a); 99 y 102).

³⁹⁵ El criterio que aquí se propone no impide considerar que también cuando los actos jurídicos hayan llegado a concretarse sea posible hablar de negociaciones fingidas en referencia a las ofertas que los precedieron, en la medida en que éstas satisfagan lo que, a continuación, se especificará con relación a dicha caracterización.

(pero aparentadas públicamente)³⁹⁶, sino también las *simuladas*³⁹⁷, mientras que las que sí debían excluirse eran las *reales*, aun cuando produjeran un resultado artificial³⁹⁸.

En el ámbito del comercio de mercaderías, los límites entre estas distinciones son, en principio, más claros porque las estrategias que allí pueden seguirse para fingir una negociación abarcan un espectro muy amplio de posibilidades, cuyo único límite es la creatividad de quien las lleve a cabo. Por ejemplo, un empresario puede aparentar una alta demanda de un producto haciendo visible por parte de terceros la constante salida, desde los depósitos, de camiones que, en verdad, no lleven nada dentro; o puede trasladar efectivamente la mercadería desde la sede de su firma a la de otra e, inclusive, emitir una factura por las supuestas ventas asociadas a ese traslado, aun cuando haya acordado que lo único que hará su contraparte es guardarlas para devolvérselas más adelante; y, por último, puede vender efectivamente una determinada cantidad de mercadería, pero fraccionar su transporte en distintos viajes para generar la impresión de que se vendieron mayores cantidades. Llevada al terreno de la manipulación del precio de valores negociables, esa versatilidad puede encontrarse en el ámbito de las negociaciones que se fingen por fuera del mercado.

En cambio, dentro de los mercados de valores, esto es distinto porque las operaciones que allí se realizan están regidas por reglas obligatorias que las *definen*³⁹⁹ como tales. En esos entornos, por lo tanto, no es posible aparentar una negociación

³⁹⁶ El término “inexistente” era utilizado por Núñez como opuesto a “fracasado” (en el sentido de trunco, que no llegaba a producirse). Su postura coincidía con la dominante dado que, a renglón seguido, precisaba que se trataba de negociaciones “aparentadas públicamente para producir el aumento o disminución” del precio y daba los siguientes ejemplos: *simulación* de constitución de compañías, *suposición* de operaciones que no se piensa realizar, *invención* de combinaciones financieras o industriales que carecen de efectividad (NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 226).

³⁹⁷ PESSAGNO, H., *op. cit.*, p. 122-123; ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 65; CREUS, C; BUOMPADRE, J., *op. cit.*, p. 537. En igual sentido, Fontán Balestra se refería a “hechos simulados, consistentes en convenios, compras convenientes o inconvenientes, etcétera, que incidan en la valorización o desvalorización de las mercaderías o valores con los que el autor se propone especular” (FONTÁN BALESTRA, C., *Tratado de derecho penal: parte especial*, Ed. Abeledo Perrot, 1971, t. VII, p. 519).

Soler, quien se quejaba de la vaguedad del término y las describía mediante los siguientes ejemplos: celebración de contratos simulados, ofrecimiento de grandes masas de mercadería y readquisición por persona interpuesta (SOLER, S., *op. cit.* [1951], p. 417). En este punto, los restantes comentarios remiten a las posiciones de los autores mencionados (LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 297; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 27-28; D’ALESSIO, A. [dir.]; DIVITO, M. [coord.], CULOTTA, J., DÍAZ, I. C., MARUM, E.; IRIARTE, I. [actualizador], “De los fraudes al comercio y a la industria”, en *Código Penal de la Nación comentado y anotado*, 2ª ed., Ed. La Ley, Buenos Aires, 2009, p. 1532; DONNA, E., *op. cit.*, pp. 306-307; ROMERO VILLANUEVA, H., *op. cit.*, p. 1014).

³⁹⁸ ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 66. Así también, NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 27-28; ROMERO VILLANUEVA, H., *op. cit.*, p. 1014; BROND, L., *op. cit.*, p. 107.

³⁹⁹ Al respecto, *vid.* RAWLS, J., *Two Concepts of Rules*, *The Philosophical Review*, vol. 64, n° 1, 1955, pp. 3-32.

inexistente, ni tanto menos simularla, si no se llevan a cabo los pasos a partir de los cuales puede decirse que un participante está *negociando*⁴⁰⁰. Dicho de otro modo, lo primero sólo podrá realizarse si se colocan ofertas de compra o de venta en el sistema, que luego son retiradas, y lo segundo, únicamente, si se concretan las correspondientes operaciones⁴⁰¹. En función de esto, aquellos contornos que, en teoría, parecen claros, se diluyen frente a los casos concretos con respecto a los cuales, en particular, no resulta sencillo distinguir, desde un punto de vista conceptual, entre las prácticas que simulan una negociación y aquellas que involucran negociaciones reales de resultado artificioso⁴⁰².

Esta dificultad es precisamente la que motivó que la CSJN se pronunciara en un caso⁴⁰³, cuyo supuesto de hecho era el siguiente: entre el 21 de agosto y el 27 de octubre de 1981, Isidoro De Carabassa había actuado por sí y también en nombre de su cónyuge y de una sociedad anónima de la cual era el principal accionista, comprando y vendiendo, contemporáneamente, ante la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, las acciones de las emisoras Canale S.A. y Celulosa S.A., a través de distintos agentes de bolsa. De acuerdo con el peritaje contable realizado durante la instrucción de la causa, estas operaciones habían influido notoriamente en la formación de los precios de aquellos valores, logrando así una sensible alza en su cotización.

Por ese comportamiento, De Carabassa había sido condenado en primera instancia por el delito de agiotaje previsto en el viejo art. 300.1 CP, pero luego esa

⁴⁰⁰ Frente a un planteo de la querrela que, en un caso de manipulación hacia la baja, había señalado como prueba de la intención de los imputados de provocar artificialmente el descenso del precio el rechazo, días antes, de una oferta de compra por parte de un interesado dispuesto a pagar por las acciones (que estaban en poder de los supuestos autores de la manipulación) un precio más alto que aquel al que, finalmente, condujeron las transacciones manipulativas, la Cámara Federal de Casación Penal señaló que, si tal potencial comprador hubiera existido, su interés debería haber sido “canalizado de la única manera en que era válido hacerlo: por intermedio del Sistema Integrado de Negociación Asistido por Computador (SINAC)” (Cámara Federal de Casación Penal, Sala III, “Collazo, Jorge y otros s/recurso de casación”, resolución n° 1516/13 del 30/8/2013). Esta observación coincide con lo que aquí se sostiene: en el mercado de valores, lo que resulta dirimente para atribuirle un significado a determinado comportamiento es que éste cumpla con los requisitos que lo definen como tal. En el caso citado, no hay interés de compra, sino se cursa la correspondiente orden de compra a través del sistema. Acerca del mencionado SINAC, *vid.* apartado 1.4. de este mismo cap. y sus notas.

⁴⁰¹ En Argentina, los mercados actúan como *contraparte central*, garantizando el cumplimiento de las operaciones que hayan sido pactadas entre agentes (para más detalles acerca de este concepto, *vid.* LUCIANI, F., *op. cit.*, pp. 211-213). Entonces, una vez adjudicada una oferta de compra a una de venta (es decir, una vez concluida la negociación), la transacción se realiza *automáticamente* porque, en caso de que un agente no cumpla, el mercado procederá a pagar a la contraparte.

⁴⁰² Este problema ya fue tratado al definir en qué consiste la ilicitud material de esta clase de práctica (*vid.* cap. IV, apartado 2.2.2.), pero acá se lo desarrolla desde la perspectiva del derecho positivo vigente y, en particular, en función de qué es lo que debe entenderse por “ficción” de una negociación.

⁴⁰³ Fallos 318:884.

decisión había sido revocada por la Cámara de Apelaciones en lo Penal Económico, que lo había absuelto. El argumento central⁴⁰⁴ de este último pronunciamiento había sido la imposibilidad de calificar a las negociaciones realizadas por aquel como fingidas, en virtud de que éstas habían sido documentadas con los respectivos contratos; se habían pagado los derechos, impuestos y comisiones correspondientes; se habían registrado en los libros de los agentes de bolsa intervinientes y se había concretado la tradición de las acciones, así como también el pago del correspondiente precio. Sobre esa base, aquel tribunal había afirmado que De Carabassa no había soslayado el procedimiento bursátil, sino que, por el contrario, su obrar se había ajustado a las reglamentaciones vigentes, por lo que las operaciones que había realizado eran, en definitiva, “demostrativas de hechos exteriores con contenido real”.

La CNV, que actuaba como querellante en el caso, impugnó esa decisión argumentando que, de acuerdo con las pruebas reunidas, el 73 % de las operaciones que había realizado De Carabassa eran el resultado de haber cruzado órdenes de compra y venta simultáneas, colocadas por él mismo (actuando por sí o por personas interpuestas), a través de distintos agentes de bolsa, y que, de ese modo, había generado un círculo que concluía en el punto inicial, un único operador. Frente a ello, el organismo precisó que no podían considerarse excluidas del tipo penal las negociaciones que tuvieran como único propósito generar la apariencia de oferta y demanda de un mercado activo, aun cuando fueran acompañadas de una efectiva transferencia de los valores sobre cuyo precio impactaban. El término “ficticio”, en efecto, no debía considerarse como equivalente a “inexistente”, sino como “sinónimo de simulado o aparente, algo que ocurrió efectivamente pero no de la manera o con el efecto que indica su documento o registro, de modo que la formalidad de la maniobra no agota la indagación de su realidad”.

Al decidir, la CSJN señaló que el tribunal de apelación había interpretado el tipo penal de un modo que no se conciliaba con las características del bien jurídico protegido⁴⁰⁵ y que lo tornaba inaplicable. Asimismo, indicó que la Cámara había

⁴⁰⁴ El otro fundamento con base en el cual la CNAPE había decidido absolver a De Carabassa era la imposibilidad de demostrar la relación de causalidad entre las transacciones llevadas a cabo por aquel y el resultado del alza de la cotización.

⁴⁰⁵ Para ello remitió a Fallos 304:883 (“Servente y Cía.”). En este pronunciamiento, la CSJN, con referencia al reglamento operativo de uno de los mercados, dejó establecido que lo que se pretende proteger mediante las normas (en ese caso, administrativas) que prohíben la realización de operaciones

efectuado una “inadecuada exégesis” de la expresión “negociaciones fingidas”, pero sin precisar cuál era la correcta. Ésta, en cambio, sí había sido desarrollada por el Procurador General de la Nación⁴⁰⁶ (a cuyo dictamen se conformó la CSJN) quien afirmó que el hecho de que las operaciones realizadas por De Carabassa hubieran reunido todas las formalidades exigibles no conducía a excluir que se tratara de negociaciones fingidas puesto que éstas no sólo se concretan por actos inexistentes, sino también por el ofrecimiento de grandes masas de una mercadería y su readquisición por persona interpuesta⁴⁰⁷. Por ello, consideró errado sostener la bilateralidad de las operaciones cuando quien paga y recibe los valores es, apartado el velo de la maniobra, la misma persona que cobra y las entrega.

Aunque la solución que brinda este precedente esté vinculada a las características del caso particular, lo relevante es que allí la CSJN, por un lado, dejó establecido que las negociaciones fingidas incluyen a aquellas que son simuladas y, por el otro, que pueden considerarse como tales aun las que satisfagan todos los requisitos establecidos en los reglamentos operativos de los mercados.

A partir de ello, me parece que, *de lege lata*, una herramienta interpretativa adecuada para establecer en qué casos una negociación en el mercado de valores es fingida (en el sentido de simulada) es preguntarse si ésta, aun cuando haya sido realizada efectivamente, responde a algunos de los supuestos que establece el CCCN⁴⁰⁸ al definir a la simulación como aquella que “tiene lugar cuando se encubre el carácter jurídico de un acto bajo la apariencia de otro, o cuando el acto contiene cláusulas que no son sinceras, o fechas que no son verdaderas, o cuando por él se constituyen o transmiten derechos a personas interpuestas, que no son aquellas para quienes en realidad se constituyen o transmiten”⁴⁰⁹. En caso afirmativo, podrá considerarse satisfecho el correspondiente elemento del tipo, lo que no equivale todavía a afirmar que la conducta sea efectivamente típica, porque para ello ahora es necesario que las negociaciones fingidas se complementen con transacciones u operaciones *reales*.

“en apariencia” no es el patrimonio individual, sino “que la cotización de las acciones [esté] dada por el libre juego de la oferta y la demanda”.

⁴⁰⁶ Dictamen del Procurador General de la Nación de fecha 19/5/1994, disponible en https://www.mpf.gob.ar/dictamenes/1994/OFappiano/mayo/DC_Isidro_D_59_L_XXV.pdf (enlace consultado el 24/6/2022).

⁴⁰⁷ En este punto, el Procurador General de la Nación citaba a SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 417.

⁴⁰⁸ Ley 26.994, B.O. 8/10/2014.

⁴⁰⁹ Art. 333.

En virtud de esa doble exigencia, la reforma, en cierto sentido, implicó una ampliación del ámbito de aplicación de la figura derogada, porque se la extendió a las transacciones que no pueden ser calificadas como simuladas. Desde otro ángulo, sin embargo, restringió considerablemente la punibilidad, porque las negociaciones fingidas (cuyo alcance había sido adecuadamente interpretado por la doctrina y la jurisprudencia del más alto tribunal) ahora son punibles únicamente si sirven como instrumentos para dotar de eficacia manipulativa a otras transacciones no fingidas a partir de las cuales, tal como se verá a continuación, se produzca el resultado típico. Como consecuencia de esto, el ámbito de cobertura de la variante del delito de manipulación de mercado bajo estudio se limita al supuesto raro, aunque, claro, siempre posible, de que un participante aparente o simule operaciones en el mercado y él mismo u otro participante (que actúe de común acuerdo con el primero o aprovechándose de su acción⁴¹⁰) las combine con otras reales, todo ello, como parte de una estrategia manipulativa (por vía de injerencia directa o indirecta).

Lo mismo ocurre si la mirada se coloca desde la perspectiva de la manipulación operativa mediante transacciones reales. Ya sea que estas últimas incidan directamente en el precio o indirectamente (es decir, condicionando los presupuestos de actuación de otros participantes), deberá descartarse su tipicidad, salvo que se las despliegue junto con negociaciones fingidas⁴¹¹.

Para visibilizar el impacto que esta decisión legislativa tiene en la práctica, a continuación, repasaré las principales modalidades descritas al presentar a la manipulación de mercado como fenómeno y compararé su tratamiento a la luz de la figura de agiotaje derogada y de la normativa actualmente vigente.

Considérese primero el caso de la colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas. Dado que, mediante esta práctica, se genera la apariencia de realización de transacciones que, en verdad, son inexistentes⁴¹², con relación a la anterior formulación del art. 300.1 CP era pacífico que se la pudiera considerar incluida dentro del concepto de negociación fingida y, por lo tanto, que ésta pudiera dar lugar a un reproche penal.

⁴¹⁰ En función de cómo está configurado el tipo penal, en el primer caso, el autor de la simulación será partícipe en el hecho manipulativo de otro. En cambio, en el segundo, su conducta será atípica.

⁴¹¹ O bien, como se verá en el apartado siguiente, que se las realice coordinadamente con otros participantes del mercado.

⁴¹² Porque, de hecho, son retiradas antes de que se produzca su cruce con las ofertas colocadas en el sentido opuesto.

En cambio, hoy en día, esto deberá excluirse, a menos que una parte de esas órdenes se ejecute realmente (y ésta sea causa del resultado típico).

Lo mismo acontece con las *wash trades*. Aunque, con base en el criterio jurisprudencial fijado por la CSJN en De Carabassa, sea insoslayable concluir que se trata de negociaciones fingidas, eso no alcanza para posibilitar su punibilidad bajo la normativa actual, a menos que se las combine con transacciones que queden fuera de tal caracterización.

Con relación a las órdenes cruzadas, su tratamiento dependerá de cómo se las considere. Si, por ejemplo, se argumentara que éstas configuran transacciones reales que sólo generan un resultado artificioso y que, por lo tanto, corresponde excluirlas del concepto de negociaciones fingidas⁴¹³, para que, en la actualidad, puedan dar lugar a un comportamiento típico, será necesario que también se concreten transacciones estrictamente fingidas (como, por ejemplo, las descritas en las dos modalidades que analicé en los párrafos anteriores). En caso de que, por el contrario, se sostuviera que las *matched orders* son simuladas⁴¹⁴, esto tampoco bastará para que pueda aplicarse el art. 309.1a) CP, porque para ello, por ejemplo, deberán realizarse otras operaciones cuya contraparte no esté actuando en forma concertada con los autores del hecho.

Respecto de las operaciones descritas como *painting the tape* y de todas las tipologías a las que aquí he agrupado bajo la subcategoría de la manipulación operativa mediante transacciones reales (*marking the close, abusive squeeze, etc.*) dado que, al menos en el actual estado del arte, es inevitable concluir que no se trata de negociaciones fingidas, su punibilidad (que antes debía excluirse), dependerá de que se las despliegue junto con negociaciones que sí lo sean.

⁴¹³ Lo que habría implicado dejarlas fuera de la órbita del viejo art. 300.1 CP.

⁴¹⁴ Asumo que a esa misma posición arribaría la doctrina dominante porque, si lo que caracteriza a esta práctica es el entrecruzamiento de órdenes por una misma cantidad de un mismo valor negociable a un mismo precio, puede fácilmente advertirse que, por medio de éstas, no se realiza, en definitiva, un verdadero desplazamiento de la titularidad, sino que los mismos valores o fondos que una parte le transfiere a la otra son los que le ingresan en virtud de la operación concretada en la dirección opuesta. De acuerdo con ello, es posible aplicar en estos casos la doctrina de la CSJN en De Carabassa pues si, al final de la maniobra, el resultado para las partes que la integran es el mismo en el que se encontraban a su inicio, también “resulta alejado de la realidad sostener, [...] la bilateralidad en las operaciones cuando quien paga y recibe acciones es, apartado el velo de la maniobra, en definitiva, la misma persona que cobra y las entrega” (dictamen del Procurador General de la Nación en Fallos 318:884). De allí que, a mi juicio, podría agruparse a esta clase de conductas como otra forma de negociación fingida.

En suma, y para que no queden dudas, en virtud de la estructura compleja del art. 309.1a) CP, ninguna de las tipologías operativas que logren pasar el filtro de las negociaciones fingidas podrá dar lugar a un comportamiento típico en la medida en que, al mismo tiempo, no vayan acompañadas de otras transacciones no fingidas (a lo que, como enseguida se explicará, también deberá sumarse el resultado típico). Viceversa, la manipulación operativa mediante transacciones reales sólo será típica de apoyarse en operaciones simuladas o aparentadas.

Por lo tanto, el ámbito de cobertura del delito de manipulación del mercado de valores en su modalidad “negociaciones fingidas” es, con relación a la manipulación operativa, el siguiente:

CUADRO N° 12 COBERTURA DEL ART. 309.1a) “NEGOCIACIONES FINGIDAS” EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN OPERATIVA MEDIANTE TRANSACCIONES SIMULADAS ⁴¹⁵							
Sub- categoría	Tipología	Involucra operaciones		Se realiza junto con otras transacciones u operaciones reales		Alcanzada	
		Fingidas	No fingidas	Sí	No	Sí	No
Mediante transacciones simuladas	Colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas	X			X		X
		X		X		X	
Mediante transacciones simuladas	<i>Wash trades</i>	X			X		X
		X		X		X	
Mediante transacciones simuladas	Órdenes cruzadas ilícitas	X			X		X
		X		X		X	
Mediante transacciones simuladas	<i>Painting the tape</i>		X				X

CUADRO N° 13 COBERTURA DEL ART. 309.1a) “NEGOCIACIONES FINGIDAS” EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN OPERATIVA MEDIANTE TRANSACCIONES REALES ⁴¹⁶							
--	--	--	--	--	--	--	--

⁴¹⁵ De acuerdo con el concepto de “negociación fingida” que sostienen la doctrina dominante y la CSJN en Fallos 318:884. Para evitar confusiones, corresponde aclarar que, en la primera parte de este trabajo, el uso del término “simulación” (aquí utilizado para clasificar la subcategoría de manipulación a la que pertenece cada tipología) era todavía en un sentido pre-jurídico. En esta segunda parte, en cambio, dado que la simulación de negociaciones se entiende como uno de los posibles sentidos que, en función del derecho positivo vigente en Argentina, tiene la expresión “negociación fingida”, lo que en la primera parte se calificó como simulado se resignifica a la luz de dicha legislación. Es por ello que la tipología *painting the tape* también se analiza en el siguiente cuadro dado que, en función del criterio dominante, debería concluirse que esta clase de prácticas no configuran ese supuesto.

Sub-categoría	Tipología	Involucra operaciones		Se realiza junto con negociaciones fingidas		Alcanzada	
		Fingidas	No fingidas	Sí	No	Sí	No
Mediante transacciones simuladas	<i>Painting the tape</i>		X		X		X
			X	X		X	
Mediante transacciones reales	<i>Abusive squeeze</i>		X		X		X
			X	X		X	
Mediante transacciones reales	Mantenimiento del precio		X		X		X
			X	X		X	
Mediante transacciones reales	Manipulación entre mercados		X		X		X
			X	X		X	
Mediante transacciones reales	Control del <i>spread</i> entre precio de venta y de compra		X		X		X
			X	X		X	
Mediante transacciones reales	Colusión como consecuencia de oferta pública inicial		X		X		X
			X	X		X	

Antes de culminar la presente sección, es necesaria una aclaración adicional, porque Soler y, a partir de él, gran parte de los comentaristas⁴¹⁷ al art. 300.1 CP derogado afirmaban, sin mayores explicaciones, que no son negociaciones fingidas “las que se realizan en el mercado a término, y que se liquidan con pérdida o ganancia, aun sin desplazamiento alguno de la mercadería”⁴¹⁸. Con ello, los autores hacían alusión a aquellos mercados en los que se celebran operaciones con contratos derivados⁴¹⁹, cuyo valor está ligado al de sus activos subyacentes (por ejemplo, *commodities*, como la carne, los minerales, los cereales, etc.). En este sentido, debe especificarse que aquella apreciación de la doctrina es correcta si lo que se pretende descartar es que se considere fingida la negociación de un contrato a término en virtud de que sus partes, en rigor, no negocian la mercadería a la cual está referido. De ello, sin embargo, no debe derivarse que la manipulación operativa no sea posible en los mercados en los que se opera con esa clase de activos, dado que respecto de éstos también es posible aparentar o simular

⁴¹⁶ Según el criterio explicitado en la nota precedente. El criterio utilizado para clasificar la subcategoría de manipulación a la que pertenece cada tipología es también el adoptado en la primera parte del trabajo.

⁴¹⁷ ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 67; DONNA, E., *op. cit.*, t. IV, p. 307; CREUS, C; BUOMPADRE, J., *op. cit.*, pp. 537-538; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 28;

⁴¹⁸ SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 417.

⁴¹⁹ Para una definición de contrato derivado, *vid.* nota 36.

algún aspecto de la negociación, de la misma manera que con los restantes valores negociables⁴²⁰.

1.2.4. Reunión o coalición

Por último, el art. 309.1a) CP contempla el supuesto de actuación concertada de sujetos que ostenten una posición dominante en el mercado de capitales. Al respecto, lo que primero llama la atención es que, en la figura derogada, la modalidad de reunión o coalición de los principales tenedores estaba exclusivamente referida a las mercaderías o géneros⁴²¹ (y no a los fondos públicos o valores, a pesar de que éstos también integraran el objeto material de esa disposición⁴²²). Esta distinción se explicaba porque lo que se buscaba mediante la represión de esa clase de acuerdos era impedir la realización de prácticas monopólicas que afectaran el abastecimiento de mercancías de primera necesidad, lo que nada tiene que ver con los intereses que se pretende satisfacer a través de los mercados de capitales. Por otra parte, esa lógica se vio reflejada tanto en

⁴²⁰ Como se vio (*vid.* nota 337), los contratos derivados están comprendidos dentro del concepto de valor negociable establecido por el art. 2 LMC. Sin perjuicio de esto, aún con anterioridad a la sanción de esta ley, la jurisprudencia había entendido posible llevar a cabo una maniobra de agiotaje en el mercado a término (*vid.* CNAPE, Sala B, “González Correa, Tristán y otros s/inf. art. 300 CP”, resoluciones n° 53.900 del 15/12/2005 y 54.825 del 20/3/2006). Al respecto, cabe aclarar que se trataba de un caso muy peculiar originado en la decisión del directorio del Mercado a Término de Buenos de liquidar determinadas posiciones abiertas con anterioridad a la devaluación del año 2001, a un valor determinado por la mayoría de sus accionistas (para una opinión en favor de los fallos, *vid.* LASAVE, E., “¿Agiotaje en el mercado a término?”, Ed. La Ley, Suplemento Penal, 2006, p. 35 y ss.; en contra, BÁEZ, J., *op. cit.*, pp. 127 y ss.).

⁴²¹ Al respecto, Pessagno entendía que la referencia a mercaderías o géneros, habilitaba a suponer que el delito no abarcaba a las reuniones o coaliciones vinculadas con los fondos públicos o valores, pero luego se inclinaba por interpretar que mediante el término “géneros” se hacía alusión a estos últimos, argumentando que no era posible que aquella palabra hubiera sido utilizada en el sentido vulgar de “tela” (PESSAGNO, H., *op. cit.*, p. 125; en igual sentido, CREUS, C; BUOMPADRE, J., *op. cit.*, p. 538). Sin embargo, esa posición soslaya el hecho de que la palabra “género”, en el ámbito del comercio tiene específicamente el sentido de mercancía (RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 29/4/2022) y que, en el texto del art. 419 del Código Napoleón (que, en este punto, el CP de 1921 reproducía idénticamente), el supuesto de reunión o coalición también estaba específicamente referido a las mercaderías o géneros a pesar de que la disposición también incluía, entre los posibles objetos de la manipulación, a los efectos públicos o papeles.

⁴²² De acuerdo con la interpretación del viejo art. 300.1 CP que aquí se sostiene, los medios comisivos aplicables a los valores y fondos públicos eran, entonces, exclusivamente las noticias falsas y las negociaciones fingidas. En igual sentido, AICCARDI, M.; LEPIANE, M., “Agiotaje y el Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Penal y Criminología*, 2013 (octubre) (cita *online* TR LALEY AR/DOC/1295/2013).

la legislación represiva del agio que fue dictándose a lo largo del siglo XX⁴²³, como en la actual ley 27.442⁴²⁴ y su antecesora⁴²⁵, cuyo objeto se limitaba (y se limita) a las conductas que afectan la competencia con relación a *bienes y servicios*. Sin embargo, el legislador del 2011, al trasponer el contenido del viejo delito de agiotaje en el nuevo tipo penal, reprodujo idénticamente aquella expresión, pero ahora con referencia a los valores negociables⁴²⁶.

A diferencia de las dos modalidades restantes, ésta sí está estructurada como *delito especial propio*, al requerir que los sujetos activos (que, necesariamente, deben ser más de uno) revistan el carácter de tenedores de una determinada especie. Esta exigencia no genera dificultades de interpretación⁴²⁷ puesto que, en el caso de los valores negociables, sus tenedores son exclusivamente quienes los tienen registrados a su nombre en un momento dado⁴²⁸.

Los tenedores deben, además, revestir la calidad de “principales”. Referida a las mercaderías, esta exigencia se explicaba por el poder que quienes se encuentran en esa posición (por ejemplo, los únicos fabricantes de un determinado producto) tienen para fijar el precio⁴²⁹. Pero, en los mercados de capitales, el poder de influir directamente en

⁴²³ Vid. nota 323.

⁴²⁴ Ley de Defensa de la Competencia, B.O. 15/5/2008.

⁴²⁵ Ley 22.262, B.O. 6/8/1980.

⁴²⁶ En rigor, el texto habla de “principales tenedores de la *especie*”, término ampliamente utilizado para designar a cada clase de valor negociable en particular. Así, por ejemplo, si en el mercado cotizan distintos tipos de acciones emitidas por un único emisor, se las distingue en especies, a las que, generalmente, se las identifica con un código o nombre distinto.

⁴²⁷ Con relación al viejo art. 300.1 CP, la doctrina nacional explicaba que los principales tenedores de la mercadería no eran sólo sus fabricantes o productores, sino también cualquier clase de intermediarios (así, entre otros, SOLER, S., *op. cit.* [1951], p. 418; NÚÑEZ, *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 226).

⁴²⁸ Al respecto, debe recordarse que, en la actualidad, los valores negociables, como principio general, no se encuentran materialmente en manos de sus titulares, sino que su propiedad y transmisión se realizan mediante asientos en registros especiales que lleva el agente de depósito colectivo (en Argentina, específicamente, Caja de Valores S.A.) u otras entidades autorizadas al efecto.

⁴²⁹ En palabras de Laje Anaya: “La razón parece estar a la vista, porque con esa nota se hace referencia al poder que determinados sujetos pueden tener en el proceso de formación de los respectivos valores [en el sentido de precios]. En efecto, cuando se tiene esa calidad que por supuesto comprende a los únicos fabricantes, el resto bien puede ser considerado como dependientes de aquellos. La reunión o coalición de quienes no son principales es ajena al tipo, porque con seguridad los precios seguirán como estaban” (LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 291). De acuerdo con esta visión, Donna, quien aclara que, en la actualidad, “no son las personas las dueñas de las mercaderías, sino las empresas, por obra de sus representantes, las que pueden hacer este tipo de maniobras” (DONNA, E., *op. cit.*, p. 309).

Un ejemplo de la clase de prácticas monopólicas que, probablemente, tenía en mente el legislador al incluir la modalidad de la “reunión o coalición” en el art. 300.1 CP es el antiguo caso de los dos fabricantes autorizados de basamentos para inodoros a pedestal que, cuando un tercer fabricante obtuvo la correspondiente autorización y comenzó a vender esa mercadería a un precio sensiblemente inferior (\$ 2,90 contra \$ 3,80), le propusieron que la vendiera al mismo precio que ellos, que les vendiera la marca o que dejara de fabricar los artículos contra el pago de una suma en efectivo y sucesivas entregas

la cotización (poder de mercado) no depende de la cantidad de valores negociables que se posean, sino de la capacidad de manejar un volumen de negociación alto no en términos absolutos, sino en comparación con el promedio del mercado para la especie de que se trate⁴³⁰. A partir de esto, puede advertirse que, si bien un participante que detente un alto porcentaje de tenencias de un determinado valor negociable podría estar en condiciones de negociar un volumen relativamente alto de éste⁴³¹, de allí no se sigue que aquella cualidad sea el factor determinante para que esto último ocurra. En otras palabras, a los efectos de ejercer poder de mercado en este ámbito, no sólo no es imprescindible ser principal tenedor de una especie, sino que tampoco lo es el hecho mismo de ser tenedor (pues, por ejemplo, la manipulación operativa directa puede ejercerse desde el lado comprador de una operación).

Con todo, el texto legal es claro en que aquella cualidad debe reunirse y, por lo tanto, no podrán ser autores del delito quienes concluyan acuerdos con la finalidad exigida por el tipo penal, si no son principales tenedores de los valores negociables cuyo precio pretenden manipular. Y esta conclusión no cambia siquiera en caso de que logren el resultado típico de alza, baja o mantenimiento de la especie.

Lo dicho no impide, sin embargo, llevar a cabo una interpretación de “principal tenedor” adecuada a la realidad que se pretende regular. En atención a ésta, no tendría sentido entender que se exige que los autores del delito sean quienes, en términos absolutos, poseen más valores negociables de la especie manipulada, porque ello implicaría darle al tipo penal una inteligencia más restrictiva de lo que su tenor literal impone y, a la vez, desconocer los factores que determinan la formación del precio que, un momento dado, tiene un determinado valor negociable, en un específico mercado⁴³². Una interpretación así, por otra parte, ni siquiera se exigía con relación a la vieja figura, a cuyo respecto Soler afirmaba que aquella cualidad era una cuestión que debía determinarse caso por caso, atendiendo “al monto total del acuerdo logrado y a la

mensuales. Aquel los denunció y la policía colocó micrófonos en su domicilio, a partir de lo cual fue posible escuchar el encuentro al que habían concurrido con el objeto de abonar dicha suma. Por estos hechos, los imputados fueron condenados en primera instancia con relación al delito previsto en el art. 300.1 CP y el pronunciamiento fue confirmado por la Cámara Nacional de Apelaciones en los Criminal y Correccional (Jurisprudencia Argentina, 1946-II, pp. 232-235).

⁴³⁰ Vid. PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 143.

⁴³¹ Alto con relación al volumen promedio negociado en un determinado momento, en un determinado mercado y para una determinada especie.

⁴³² Para una fundamentación acerca de cuál es el precio al que debe considerarse que alude el tipo penal bajo análisis, *vid.* apartado 1.2.5. de este mismo capítulo.

posibilidad de influir sobre el *precio general* de la mercadería en una región *determinada*⁴³³. En línea con ello, para aplicar adecuadamente el precepto, es necesario considerar las particularidades del específico mercado en el que se lleva a cabo la acción manipulativa, así como también del valor que es objeto de ésta.

De acuerdo con la posición que aquí se sostiene, entonces, por principales tenedores deben entenderse aquellos que, al realizar el acuerdo, posean individualmente una cantidad del valor negociable en cuestión que sea superior a las tenencias individuales de los otros participantes del mismo mercado, para ese mismo momento y esa misma exacta especie, considerada en todos sus detalles. Entonces, si, por ejemplo, sólo una porción del capital de una emisora está abierta a la cotización, la que no lo esté deberá quedar fuera de consideración a la hora de establecer quién es el principal tenedor porque, aun cuando ambas categorías de acciones puedan otorgar los mismos derechos, las acciones flotantes no conforman la misma exacta especie que las que se encuentran fuera de la cotización en tanto difieren, al menos, en su forma de transmisión⁴³⁴. O, en caso de que una misma especie esté listada en más de un mercado, las tenencias a tener en cuenta a los efectos de establecer si quienes obran mancomunadamente son principales tenedores deben ser sólo las de los participantes del mismo mercado en el que se llevan a cabo dichas acciones.

Ahora bien, al igual que en el caso de las noticias falsas y las negociaciones fingidas, en la estructura del viejo delito de agiotaje, la reunión o coalición de los principales tenedores estaba prevista como una acción típica, aunque, en rigor, los comportamientos que determinan el alza o baja del precio no son el acuerdo en sí mismo, sino las ventas (u omisiones de ventas) que se realizan con base en aquel. Así, por ejemplo, si todos los productores de una mercadería pactan no venderla por encima o por debajo de determinado precio, el comportamiento mediante el cual ese resultado se produce es el rechazo de uno de ellos de venderle a un potencial cliente la mercadería a un precio distinto del acordado, o el de aquel que la ofrece a ese valor. En este sentido, la nueva disposición resulta más adecuada a las dinámicas del mercado porque, como dije, el eje de la acción típica se desplazó desde las reuniones o coaliciones hacia las

⁴³³ SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 418 (el destacado me pertenece).

⁴³⁴ Para una solución opuesta, *vid.* Paolantonio quien, desde una visión crítica como la que aquí se defiende, sostiene que en los “casos en que los principales tenedores no negocien sus valores en el mercado, lo que llevaría a la impunidad de la minoría en connivencia, que efectivamente podría realizar las maniobras de manipulación” (PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 142).

operaciones o transacciones, por lo que aquellas pasaron a ser el acuerdo criminal en cuyo contexto se realizan estas últimas.

Si bien es evidente que, aun con la interpretación de “principales tenedores” propuesta, son muy limitadas las conductas manipulativas atrapadas por el tipo penal en cuestión⁴³⁵, es relevante destacar que la inclusión de esta modalidad comisiva tiene por virtualidad abrir las puertas para la punibilidad de ciertas tipologías operativas mediante transacciones reales que, de no presentarse combinadas con negociaciones fingidas, serían atípicas. Por ejemplo, las operaciones de *marking the close* que no cumplieran con esa exigencia podrían, de todos modos, quedar alcanzadas por el delito en cuestión, siempre y cuando se realizaran en el contexto de un acuerdo entre dos o más participantes del mercado que revistan la condición de principales tenedores de la especie⁴³⁶.

En el siguiente cuadro, por lo tanto, se completa el ámbito de cobertura del art. 309.1a) CP, en función de esta tercera modalidad:

<p>CUADRO N° 14 COBERTURA DEL ART. 309.1a) “REUNIÓN O COALICIÓN” EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN OPERATIVA</p>
--

⁴³⁵ Por ejemplo, en el caso de valores negociables cuyo volumen de negociación es reducido, la actuación concertada de participantes que poseen tenencias mínimas basta para alterar el precio, pero esta clase de acciones sería atípica desde la perspectiva de la modalidad comisiva de reunión o coalición (en este mismo sentido, PAOLANTONIO, M., *op. cit., ibidem*).

Al mismo tiempo, por ejemplo, una acción manipulativa llevada a cabo valiéndose del poder de mercado de un Fondo Común de Inversión (Ley 24.083, B.O. 18/6/1992), también sería atípica porque, aunque el volumen de un determinado valor negociable que conforma su activo pueda representar una tenencia principal en comparación con la de los restantes participantes del mercado, quienes ostentan la condición jurídica de tenedores de la especie son los cuotapartistas, cada uno con relación a su porción indivisa. En estos casos, inclusive cuando dos o más cuotapartistas, en función de la magnitud de sus participaciones en el fondo reúnan aquella condición especial, deberá probarse que ellos acordaron la realización de las transacciones manipulativas. Sin embargo, más allá de que esto pueda verificarse en algún caso peculiar, ese acuerdo sería irrelevante para la maniobra manipulativa, porque el ser titular de dominio no faculta al cuotapartista a ejercer las facultades tradicionalmente asociadas a ese derecho real. Antes bien, quien ejerce la administración de los activos de los Fondos Comunes de Inversión es la denominada “sociedad gerente” por lo que, en todo caso, quien posee el dominio del hecho cuando se realizan transacciones u operaciones que inciden en la cotización es ésta, a través de las personas físicas competentes para representarla en la ejecución de esa función. Sobre la división de funciones con relación a esa clase de patrimonios de afectación y su relevancia para la atribución de responsabilidades, *vid.* con relación al ámbito infraccional CAMERINI, M., “Un ejemplo de manipulación del mercado bursátil y del inadecuado proceder de la autoridad pública regulatoria”, *El Derecho*, t. 212, 2005.

⁴³⁶ En función de ello, cabe destacar que, si se descartara la posibilidad de categorizar como negociaciones fingidas a las órdenes cruzadas o si se lo admitiera, pero éstas no fueran acompañadas de otras transacciones reales, todavía sería posible sostener su tipicidad con base en esta tercera modalidad, siempre y cuando éstas se lleven a cabo de forma concertada entre sujetos que revistan la condición anteriormente señalada.

Sub-categoría ⁴³⁷	Tipología	Se realiza en el contexto de un acuerdo entre participantes		Los participantes son principales tenedores de la especie		Alcanzada	
		Sí	No	Sí	No	Sí	No
Mediante transacciones simuladas	Órdenes cruzadas ilícitas	X			X		X
		X		X		X	
			X				X
Mediante transacciones reales	<i>Painting the tape</i>	X			X		X
		X		X		X	
			X				X
Mediante transacciones reales	<i>Abusive squeeze</i>	X			X		X
		X		X		X	
			X				X
Mediante transacciones reales	Mantenimiento del precio	X			X		X
		X		X		X	
			X				X
Mediante transacciones reales	Manipulación entre mercados	X			X		X
		X		X		X	
			X				X
Mediante transacciones reales	Control del <i>spread</i> entre precio de venta y de compra	X			X		X
		X		X		X	
			X				X
Mediante transacciones reales	Colusión como consecuencia de oferta pública inicial	X			X		X
		X		X		X	
			X				X

1.2.5. Suba, baja o mantenimiento del precio

Como ya mencioné, el art. 309.1a) CP además establece que las transacciones u operaciones deben hacer subir, bajar o mantener el precio del valor negociable. En función de esto, la doctrina dominante entiende acertadamente que se trata de un delito de *resultado*⁴³⁸. En particular, Guzmán precisa que es uno de *lesión efectiva* porque, cuando se produce el alza, baja o mantenimiento del precio, se ataca en forma directa al bien jurídico protegido⁴³⁹.

⁴³⁷ De acuerdo con la doctrina dominante.

⁴³⁸ Así, GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 135; RIQUERT, A., *op. cit.*, p. 2316; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 605. Con relación al viejo art. 300.1 CP, SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 415; LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 291; DONNA, E. A., *op. cit.*, p. 302; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 34. En sentido contrario, MORENO (h), R., *op. cit.*, p. 120, pero exclusivamente con respecto al supuesto de reunión o coalición.

⁴³⁹ Por bien jurídico tutelado, Guzmán entiende “la libre y transparente formación de los precios en los mercados, según las leyes naturales de la oferta y la demanda” que, según este autor, constituye el bien jurídico inmediato, o con función representativa, respecto del “orden económico, que es el bien jurídico mediato (GUZMÁN, N., *op. cit.*, pp. 136-167).

Desde la perspectiva del interés que aquí consideré digno de tutela (y, a los efectos del presente análisis *de lege lata*, tutelado), aquella posición, en principio, debe compartirse: en efecto, cuando las acciones manipulativas impactan en el precio, afectan la función informativa que aquel reviste en el mercado, cuanto menos, en lo relativo a las propiedades del valor negociable alcanzado por aquellas y las de todos los otros que puedan ir asociados a éste⁴⁴⁰.

La mirada del tipo penal desde la perspectiva del bien jurídico tutelado, por otra parte, determina cuál es el precio con relación al cual debe producirse el resultado típico. En efecto, dado que hoy en día existe consenso con relación a que se trata de un interés de carácter supraindividual (más allá de cuál sea la configuración específica que se adopte), no puede entenderse al precio en un sentido genérico (comprensivo, por ejemplo, del precio por el cual un participante cualquiera estaría dispuesto a vender o comprar un determinado valor negociable en una concertación entre particulares), sino a partir de su significado *normativo*⁴⁴¹: lo que debe subir, bajar o mantenerse, por tanto, es la cotización⁴⁴² que el valor negociable tenía, en uno o más mercados⁴⁴³, *antes* de que se realizaran las transacciones u operaciones⁴⁴⁴.

⁴⁴⁰ Sobre la necesidad de verificar frente a los casos concretos que el peligro en abstracto se ha transformado en un resultado en sentido jurídico, *vid.* nota 163 y sus citas.

⁴⁴¹ En este sentido, debe considerarse que el precio es un elemento normativo del tipo y, más precisamente, uno jurídico al que, en la LMC, se lo define como “el resultado de las operaciones realizadas habitualmente en un mercado” (art. 34, definición de “precio corriente”).

⁴⁴² Así, con relación al tipo penal actualmente vigente, FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.*, p. 677.

⁴⁴³ Un punto que, según pude reconstruir, no fue tratado específicamente por la doctrina es el relativo a qué mercado debe considerarse o, más precisamente, si las transacciones u operaciones deben impactar en el precio de todos los mercados en los que se encuentra listado un determinado valor o si basta con que ello ocurra en uno solo. Algo similar, en cambio, había sido analizado con respecto a si la alteración del precio prevista por el viejo art. 300.1 CP debía producirse en todo el país, a lo que la doctrina en forma unánime había dado respuesta negativa, inclinándose por considerar consumado el delito en caso de resultado con alcance local (SOLER, S., *op. cit.* [1951], p. 418; BUOMPADRE, J., *Tratado de derecho penal. Parte especial*, 3ª ed., Ed. Astrea, Buenos Aires, 2009, t. 3, p. 657. Por otra parte, en FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.*, pp. 678-679, el actualizador replica este criterio con relación al tipo penal actual). A mi juicio, dado que el tipo penal no incluye ninguna limitación al respecto, esta solución puede trasladarse a la actualidad del mercado de capitales argentino por lo que, para que se configure el delito de manipulación, basta con que se produzca un resultado de alza, baja o mantenimiento del precio del valor negociable en *uno* de los mercados relevantes. Por otra parte, en la medida en que se satisfagan los requisitos correspondientes al nexo ontológico y normativo que debe mediar entre acción y resultado, a los que enseguida me dedico en este mismo apartado, considero que podría ser típica bajo la figura en cuestión la conducta de quien realice transacciones u operaciones en *un* mercado, que produzcan en *otro* mercado el resultado exigido por aquella. Con respecto a la posibilidad de que las transacciones u operaciones se realicen *fuera* de los mercados institucionalizados, *vid.* apartado 1.2.1. de este mismo cap.

⁴⁴⁴ *Cfr.*, respect del art. 300.1 CP, ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 73.

1.2.5.1. Nexos ontológicos entre acción y resultado

De la configuración del tipo penal como uno de resultado se sigue que, entre las acciones manipulativas y el alza, baja o mantenimiento de la cotización de los valores negociables, debe mediar una relación de *causalidad*. De este requisito derivan algunas dificultades específicas para la aplicación del delito bajo análisis, sobre las que merece la pena detenerse.

a) El problema de la constatación del nexo de causalidad

La primera de éstas deriva de la compleja configuración del comportamiento típico. Me explico: dado que difundir noticias falsas, fingir negociaciones y realizar transacciones son todas acciones que, desde el punto de vista fáctico (de lo que ocurre en el mundo), pueden producir *autónomamente* un impacto directo o indirecto en el precio de los valores negociables⁴⁴⁵, el procedimiento para la constatación del nexo causal entre la acción y el resultado debe llevarse a cabo teniendo en cuenta esa circunstancia, para evitar respuestas equivocadas. En efecto, si, frente a un determinado supuesto de hecho, la fórmula de la *c.s.q.n.* se empleara suprimiendo hipotéticamente la acción típica como una sumatoria de dos comportamientos⁴⁴⁶ (esto es, transacción + noticia falsa o bien transacción + negociación fingida) y la conclusión de este razonamiento fuera la desaparición del alza, baja o mantenimiento de la cotización, podría afirmarse que aquella fue causa del resultado, pero se desconocería si las dos conductas que la componen fueron condición necesaria para su producción o si sólo lo fue una de ellas.

⁴⁴⁵ No incluyo aquí la reunión o coalición de los principales tenedores porque, tal como apunté más arriba, esta no es una acción de por sí determinante en el precio (ya sea directamente, o por vía del comportamiento de otros participantes del mercado), sino un acuerdo con base en el cual los autores coordinan la forma en que se realiza la acción típica.

⁴⁴⁶ Esto es lo que parece entenderse del comentario al art. 309.1a) CP de Guzmán quien, por un lado, especifica que la “transacción u operación debe hacer subir, mantener o bajar el precio” y, por el otro, que “la alteración del precio debe producirse por alguno de los medios comisivos expresamente previstos”, es decir, la utilización de noticias falsas, negociaciones fingidas o reunión o coalición” (GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 141).

Aquella distinción no es para nada superflua. Para verlo más claramente, considérese el siguiente ejemplo elaborado sobre la base de un caso realmente ocurrido en Argentina⁴⁴⁷: durante una rueda de negociación, el analista bursátil A difunde a través de una red social ampliamente consultada por los operadores del mercado información falsa acerca de que la emisora local β está por comenzar a operar en un mercado extranjero. Desde el momento en que se realiza dicha publicación y hasta el momento de su desmentida por parte de la propia β (ocurrida, aproximadamente, dos más tarde), el volumen de operaciones con las acciones de esta última se incrementa considerablemente (de hecho, pasan a ser las más negociadas del mercado) y su valor de cotización aumenta en un 11 %. Tal situación es aprovechada por el propio A que, después de haber difundido la noticia, pero cuando todavía el precio estaba a un nivel bajo, compra un pequeño lote de acciones de β , para después venderlo cuando aquel había llegado a su pico más alto.

En un caso como el descrito, asumiendo que pudiera recabarse prueba que demostrara que los participantes del mercado cuyas negociaciones impactaron en la cotización de las acciones de β actuaron exclusivamente sobre la base de la nota publicada por A, la aplicación de la *c.s.q.n.* mediante la supresión hipotética de las transacciones realizadas por éste *junto* con la noticia publicada por él conduciría a concluir que el resultado del aumento de la cotización no se habría producido si aquellos comportamientos no se hubieran llevado a cabo. En consecuencia, podría afirmarse la existencia de un nexo de causalidad entre el comportamiento de A globalmente considerado y el aumento de la cotización y, sobre esa base, avanzarse en una imputación penal por el delito previsto en el art. 309.1a) CP⁴⁴⁸. Todo ello aunque, como claro está, las transacciones u operaciones realizadas por A no hayan introducido ninguna condición necesaria para la producción del aumento de la cotización de las acciones de β .

⁴⁴⁷ El ejemplo se extrae de los hechos atribuidos a José Antonio Prats con relación a la suba de las acciones de Sociedad Comercial del Plata S.A. ocurrida el 28/5/2015, a partir de que éste difundiera en Twitter la foto de una nota falsificada, por la cual el presidente de aquella emisora comunicaba que esta última estaba próxima a operar en el New York Stock Exchange (para mayores detalles del caso, *vid.* https://www.clarin.com/empresas-y-negocios/carta-saltar-accion-comercial-plata_0_BJlnOKvme.html, enlace consultado el 26/4/2022).

⁴⁴⁸ De hecho, Prats fue procesado con base en esa calificación legal y esta decisión fue confirmada por la CNAPE (*vid.* Sala B, “Prats, José Antonio s/ averiguación de delito”, resolución n° 27.562 del 22/11/2017).

En mi opinión, si se toma en serio el hecho de que el legislador haya configurado el delito de manipulación del mercado de valores como uno por el cual las transacciones hagan subir, bajar o mantener el precio, aquel análisis de la causalidad no es aceptable, porque conduce a afirmar la existencia de un nexo ontológico entre el resultado y operaciones que, pese a haber sido llevadas a cabo⁴⁴⁹ y a adecuarse a la descripción del tipo penal, se encuentran, desde un punto de vista *fáctico*, completamente desvinculadas de aquel⁴⁵⁰. Al respecto, debe repararse en que, al haber exigido que quien realiza las transacciones se valga de noticias falsas o negociaciones fingidas, el legislador hizo algo así como requerir que un homicidio se cometa mediante apuñalamiento sobre alguien a quien se haya disparado previamente con un arma de fuego. Planteado en esos términos, queda claro que, lo que debe ser causal de la muerte no es el disparo, sino el apuñalamiento realizado sobre alguien que había sido previamente impactado por el proyectil.

Vistas así las cosas, me parece que, para evitar llegar a conclusiones erradas, la forma correcta de constatar la causalidad es mediante la supresión hipotética de las transacciones u operaciones, mientras que las noticias falsas y las negociaciones fingidas deben considerarse como contexto en el cual se lleva a cabo la acción típica. Por lo tanto, volviendo al ejemplo, el juzgador debería preguntarse lo siguiente: “si el día X, a la hora Y, el analista bursátil A no hubiera comprado y luego vendido las acciones de β por el precio y el volumen que lo hizo, ¿su cotización habría aumentado de todos modos?”⁴⁵¹ Frente a una respuesta positiva (como la que, seguramente,

⁴⁴⁹ Si, en cambio, alguna de las conductas exigidas por el tipo penal no se realizara, directamente no correspondería avanzar en la indagación acerca del nexo causal porque, como se vio, la descripción legal del delito de manipulación del mercado determina que éste sea un delito de medios determinados.

⁴⁵⁰ Visto de otro modo, esto implicaría afirmar la tipicidad de casos que, acertadamente o no, está claro que el legislador quiso dejar fuera del alcance del art. 309.1a) CP. Esto es lo que ocurre, por ejemplo, con el caso descrito, en el que la acción llevada a cabo por A configura un caso prototípico de lo que aquí he denominado “manipulación informativa” que, como se vio, no está contemplado entre las acciones típicas de esa figura.

⁴⁵¹ En teoría, la pregunta también podría formularse del siguiente modo: “si el día X, a la hora Y, el analista bursátil A no hubiera comprado y luego vendido las acciones de β por el precio y el volumen que lo hizo, valiéndose de la publicación que había realizado anteriormente, ¿su cotización habría aumentado de todos modos?” Sin embargo, a mi juicio, la inclusión de la publicación en el antecedente sólo aporta confusión. En cualquier caso, lo que debe quedar claro es que, si lo que hace desaparecer el resultado es la supresión de las noticias y no la de las transacciones, no estará satisfecho el nexo de causalidad en los términos en los que lo requiere la norma. En cambio, si se suprimen hipotéticamente ambos factores por separado, y el resultado es, en ambos casos, el de la desaparición del resultado, podrá sostenerse la existencia de un nexo de causalidad entre acción típica y resultado. En estos casos, las transacciones u operaciones y las noticias falsas o negociaciones fingidas funcionarán como causas acumulativas, lo que no genera problemas para la aplicación del tipo penal. *Vid.* al respecto el análisis efectuado en el siguiente apartado, dedicado al problema de los factores concomitantes.

correspondería dar de acuerdo con los hechos del caso), correspondería excluir el nexo de causalidad, con prescindencia de que la publicación efectuada en la red social haya o no sido causa de la producción del resultado. En cambio, frente a una respuesta afirmativa, sería correcto tenerlo por constatado.

Por supuesto que lo planteado no resuelve un problema, para nada menor, que, en la práctica, condena a este tipo penal a una “aplicación casi nula”⁴⁵². Me refiero, concretamente, al de las comprobaciones empíricas necesarias para que pueda emplearse la tradicional fórmula de la constatación de la causalidad⁴⁵³. En efecto, salvo en casos muy evidentes (como el del ejemplo) o en casos en los que el resultado típico ocurra por el ejercicio de poder de mercado (supuesto del que enseguida me ocuparé), es improbable que, desde un punto de vista probatorio, pueda escindirse la influencia causal de las noticias falsas (o de las operaciones fingidas) de la que las transacciones u operaciones hayan podido tener en los presupuestos cognitivos de los restantes participantes del mercado⁴⁵⁴.

Los únicos escenarios en los que la obtención de la evidencia necesaria para acreditar la causalidad parece factible son los de las conductas típicas consistentes en transacciones u operaciones, mediante las cuales se produzca una injerencia directa en el precio. En efecto, dado que los mercados de valores son entornos de negociación cuyos participantes en un momento dado están definidos y en los que la cotización depende de la interacción de la oferta y la demanda, los mecanismos que concretamente intervinieron en la formación del precio pueden conocerse con exactitud⁴⁵⁵: en estos casos, corresponderá entonces “aislar” las transacciones mediante las cuales se ejerció

⁴⁵² Con relación al viejo agiotaje, ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 73.

⁴⁵³ Sobre la jurisprudencia norteamericana que avala el uso de la EMH como ley natural para explicar la causalidad frente a los casos concretos, *vid.* nota 146.

⁴⁵⁴ Por lo demás, en el caso de que eso fuera posible, todo indica que, en la mayoría de los casos vinculados con la difusión de información, la aplicación del tipo penal deberá descartarse pues, como se vio a partir de los estudios de Gilson y Kraakman, lo realmente determinante para la incorporación de la información en el precio es su grado de distribución inicial, que es mucho más alto cuando aquella se difunde a través de estrategias comunicativas (que dan lugar a escenarios de “negociación universalmente informada”), que cuando ésta sólo se propaga a través de la negociación (*vid.* cap. III., apartado 2.4.1.).

⁴⁵⁵ Naturalmente, con el auxilio de profesionales expertos en finanzas (*vid.* MARINELLO, L., “Consideraciones dogmáticas sobre el delito de agiotaje”, en AROCENA, G., *Fraudes al comercio y a la industria: análisis doctrinario y jurisprudencial*, Ed. Ediciones Lerner, Córdoba, 2019, p. 53).

poder de mercado y establecer en qué medida éstas impactaron en la cotización o, inversamente, cuál habría sido la cotización si éstas no se hubieran llevado a cabo⁴⁵⁶.

b) El problema de los factores concomitantes

Otra dificultad, en este caso, ampliamente tratada por la doctrina dedicada a comentar el viejo delito de agiotaje, se relaciona con los supuestos en los que intervenga más de un factor en el proceso por el cual se formó un determinado precio. Al respecto, los autores tradicionales se preguntaban si las acciones del agiotista debían ser la *única* causa de su alza o baja o si, por el contrario, bastaba para la configuración de la acción típica que aquellas contribuyeran a su producción, *junto* con otras.

Con relación a este interrogante, las posiciones de los principales autores del pasado eran divergentes: mientras, para Núñez, no alcanzaba con que la acción manipulativa hubiera influido *secundariamente* en la producción del resultado típico (porque debía tratarse del factor *desencadenante*) de aquella modificación⁴⁵⁷, Soler adoptaba una posición menos restrictiva, descartando que debiera tratarse de una causa *exclusiva*⁴⁵⁸. Para este último, en caso de coexistencia de otros factores, sí bastaba con que la conducta típica *influyera* en el resultado y, de hecho, frente a contextos de por sí determinantes para la producción de una variación en el precio él, inclusive, consideraba que el agiotaje debía considerarse más reprobable, en cuanto contribuía a *empeorar* la situación.

Las voces que, en un momento más reciente en el tiempo, aportaron a la discusión visiones distintas a las de aquella doctrina⁴⁵⁹ quisieron, en cambio, encontrar

⁴⁵⁶ Hay que distinguir entre el precio teórico (“correcto”) que debería haber tenido la especie de acuerdo con los distintos criterios de valuación y el precio *corriente* producto de las operaciones distintas (previas o concomitantes) a las llevadas a cabo por el manipulador. En este sentido, la observación que hace cierta doctrina aislada con respecto a la dificultad de probar el nuevo resultado de mantenimiento del precio (*vid.* al respecto RIQUERT, A., *op. cit.*, p. 2319) no puede compartirse, porque el procedimiento a seguir en estos casos es el mismo: una vez identificadas las operaciones manipulativas, se las separa de las restantes y se establece cuál es el precio al que, por aplicación de las leyes de la oferta y demanda, estas últimas habrían conducido.

⁴⁵⁷ NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 226.

⁴⁵⁸ SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 418.

⁴⁵⁹ Otros autores, en cambio, siguieron planteando la discusión en los términos en los que había sido planteada por Núñez y Soler. En igual sentido que el primero de ellos, ROMERO VILLANUEVA, H., *op. cit.*, p. 1016; D’ALESSIO, A. (dir.); DIVITO, M. (coord.), CULOTTA, J., DÍAZ, I. C., MARUM, E.; IRIARTE, I.

su solución en el plano de la imputación objetiva. Navarro, el primero en plantear una propuesta desde esta perspectiva⁴⁶⁰, afirmaba que “para que el resultado producido caiga dentro de la esfera de responsabilidad del autor es necesario que su conducta haya provocado la creación o elevación de un riesgo desaprobado jurídicamente [...] y que además se materialice en el resultado”⁴⁶¹. Por su parte, Donna sugería “normativizar” la cuestión y sacarla del “mero problema causal”, respondiendo “si el aumento del riesgo provocado por las acciones que la ley exige ha llevado a un aumento del riesgo y este riesgo es el que ha llevado al resultado”⁴⁶².

A mi entender, es necesario distinguir claramente los dos planos de análisis porque, de lo contrario, se arriba a soluciones confusas, que pretenden resolver interrogantes acerca del mundo *fáctico* con categorías *normativas*. Si en el alza, baja o mantenimiento del precio de un determinado valor negociable interviniera una multiplicidad de factores de los cuales ninguno, considerado individualmente, serían aptos para ocasionarlo⁴⁶³, se estaría frente a un ordinario supuesto de *causalidad acumulativa*⁴⁶⁴. En estos casos, de acuerdo con la doctrina dominante en materia

(actualizador), *op. cit.*, p. 1533. De acuerdo con la visión de Soler, FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (1971), p. 520 y *op. cit.* (2014), p. 678; CREUS, C; BUOMPADRE, J., *op. cit.*, pp. 538-539.

⁴⁶⁰ A la que aludía como “una interesante corriente de opinión actual” (NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 23).

⁴⁶¹ NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 23. No obstante, a renglón seguido, especificaba: “cuando sin la conducta generadora de un riesgo desaprobado es imposible *explicar* el resultado penalmente relevante, estaremos en presencia de un comportamiento que, habiendo producido un riesgo jurídicamente desaprobado, se realizó en el resultado. Y, por el contrario, cuando un resultado penalmente relevante pueda ser *explicado* sin la información que provee una conducta (así ella haya generado un riesgo desaprobado), se tratará de un comportamiento que no se realizó en el resultado penalmente relevante” (NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 23-24, el destacado me pertenece). En definitiva, más allá de los términos en los que presentaba su visión, el razonamiento que la guiaba seguía siendo de orden causal pues, como es claro (al menos hoy en día), un criterio normativo como el de la imputación objetiva en nada puede contribuir a “explicar” algo que, como el alza o baja del precio, acontece en el mundo de los hechos.

⁴⁶² DONNA, E., *op. cit.*, p. 303.

⁴⁶³ Descarto la posibilidad de causalidad alternativa (o “cumulativa”), porque es perfectamente aplicable al ámbito del cual me estoy ocupando la idea de que “normalmente la pluralidad de acciones modificará el resultado, ya sea por adelantarlo al suponer una mayor intensidad del ataque, ya sea, sencillamente, porque va a cambiar la forma concreta de aparición del resultado” (MIR PUIG, S., *op. cit.*, § 27, p. 252). En efecto, debe descartarse que, como mínimo, el momento preciso en el que se realicen las transacciones por medio de las cuales otros participantes lleven la cotización al mismo resultado variaría en caso de que no ocurriera la acción típica.

Por otra parte, no me parece pertinente con relación al problema planteado su abordaje desde la “causalidad hipotética” que, por regla general, carece de relevancia en el caso de los delitos comisivos (ROXIN, C., *op. cit.*, § 11, n° 19, pp. 353-354). De otra opinión, con relación al delito de agiotaje mercantil actualmente vigente, BROND, L., *op. cit.*, p. 111.

⁴⁶⁴ Aquí uso el término “acumulativo” en el sentido que se le da en WESSELS, J.; BEULKE, W.; SATZGER, H., *Derecho Penal. Parte General. El delito y su estructura* (trad. de la 46ª ed. alemana PARIONA ARANA, R.), Ed. Instituto Pacífico, 2018, § 6, n° 223, p. 92, y en HILGENDORF, E.; VALERIUS, B.; *Derecho Penal: Parte General* (trad. de la 2ª ed. alemana DÍAZ, L.; SANCINETTI, M.), Ed. Ad Hoc, 2017, § 4, n° 36, pp. 59-60.

penal⁴⁶⁵, todos los factores intervinientes en la producción del resultado son condiciones *necesarias* de éste y, por lo tanto, deben ser considerados sus causas por igual, con independencia de la mayor o menor importancia que puedan revestir. De acuerdo con ello, si las transacciones u operaciones superaran el test de la *c.s.q.n.*, podría afirmarse sin dificultades que entre aquellas y la suba, la baja o el mantenimiento del precio se verifica el nexo ontológico exigido por el tipo penal. Esto es lo que, aunque con otra terminología, a mi entender, planteaban Soler y quienes lo siguieron: los factores que “influyen” en la alteración del precio satisfacen el requisito de causalidad, con independencia de que no revistan la condición de “causa exclusiva”⁴⁶⁶.

Desde esta perspectiva, me parece que, en rigor, la posición de Núñez, que exigía que la conducta agiotista no sólo influyera en la variación del precio, sino que fuera su causa *principal*, intentaba resolver con un lenguaje perteneciente al mundo fáctico un problema que, en cambio, sí es normativo y, hoy en día, es pacífico que encuentra su solución en la teoría de la imputación objetiva: traducida al discurso actual, la exigencia de que la conducta agiotista sea “desencadenante” respecto del resultado podría entenderse en el sentido de que, para que éste pueda ser penalmente atribuido a su autor, es necesario que sea *su* obra y no, por ejemplo, la de un tercero o de la casualidad. Me ocuparé de esta cuestión a continuación.

1.2.5.2. Nexo normativo entre acción y resultado

Una vez en el terreno de la *imputación objetiva*, corresponde preguntarse acerca de los criterios con base en los cuales puede decirse que las transacciones u operaciones crean un *riesgo no permitido*⁴⁶⁷ de que la cotización de un determinado valor negociable suba, baje o se mantenga.

Ante todo, aunque parezca una obviedad, es necesario recordar que, en principio, cualquier transacción u operación llevada a cabo en el mercado es susceptible de generar ese riesgo. De hecho, la actuación de sus participantes es la que, en todo

⁴⁶⁵ *Vid.*, por todos, WESSELS, J.; BEULKE, W.; SATZGER, H., *op. cit.*, *ibidem*, y HILGENDORF, E.; VALERIUS, B.; *op. cit.*, *ibidem*.

⁴⁶⁶ Después de todo, ningún resultado en el mundo fáctico puede explicarse a partir de una única causa.

⁴⁶⁷ Seguiré en este punto a la doctrina dominante en materia penal (*vid.*, por todos, ROXIN, C., *op. cit.*, § 11, n° 36-42, pp. 362-365).

momento, determina la formación de los precios de esa clase de activos. Inclusive, aquello es posible a partir de operaciones realizadas por fuera del mercado: piénsese, por ejemplo, en lo que ocurre con el precio de los bonos emitidos por un determinado Estado cuando éste realiza una operación de endeudamiento para cumplir con sus correspondientes vencimientos; o bien en el impacto que tiene sobre el precio de las acciones de una emisora el hecho de que ésta lleve a cabo una transacción por la cual absorba a otra firma no cotizante.

Sin embargo, en la medida en que no asuman una de las formas descritas en el tipo penal, aquellos comportamientos quedarán dentro del ámbito del riesgo permitido. Como es evidente, entonces, el estándar a partir del cual puede hablarse de conductas que generan un peligro jurídicamente desaprobado de que se produzca el resultado mencionado está fijado, precisamente, por las acciones típicas descritas en el art. 309.1a) CP⁴⁶⁸.

Más allá de las exigencias expresamente contempladas en aquella disposición, a las cuales he dedicado los apartados anteriores, los autores suelen añadir otros requisitos que los comportamientos típicos deberían reunir para adquirir relevancia penal. En el caso de las noticias falsas, se exige que éstas sean comunicadas a un *amplio grupo de destinatarios*⁴⁶⁹ y que tengan una *importancia objetiva*⁴⁷⁰, es decir, que el hecho al que

⁴⁶⁸ De hecho, hay autores que resaltan que el fundamento de la antijuridicidad de las conductas alcanzadas por este delito es el hecho de éstas involucren los procedimientos las “artimañas o artilugios” previstos en el tipo penal. Al respecto, afirmaba Rotman que “el agio carece de *ilicitud intrínseca*, ya que ésta depende de las circunstancias en las cuales se produce, pudiendo entonces revestir las modalidades del agiotaje de la usura u otros rubros que en algunas legislaciones están incluidos en el catálogo de delitos, mientras que en otras no trascienden del plano de la mera reprobación moral” y que “el agiotaje, éticamente reprochable tanto por el carácter fraudulento de los medios como por la injusticia del lucro así obtenido, se torna particularmente odioso cuando recae sobre géneros de primera necesidad o cuando envilece valores de interés general” (ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 34). En sentido similar, TAZZA, A., *op. cit.*, p. 601.

En función de lo analizado en el capítulo IV de este trabajo, interesa destacar que, para este autor,

⁴⁶⁹ Los autores, generalmente, se refieren a la “difusión” de información (así, TAZZA, A., *op. cit.*, p. 602; RIQUERT, A., *op. cit.*, p. 2316; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1689. Con relación al viejo art. 300.1 CP, Pessagno precisaba que era necesaria “cierta difusión, cierta publicidad en la notificación falsa, para que pueda constituir, unida a otros elementos, un delito contra el comercio y la industria. Si la argucia sólo recae sobre una persona determinada a fin de obtener en un convenio un cierto precio ventajoso para el agente, sólo podría constituir estafa si se reunieran los requisitos necesarios para el perfeccionamiento de este delito” (PESSAGNO, H., *op. cit.*, p. 121). En sentido contrario, Rotman para quien el texto legal no imponía ninguna limitación, por lo que bastaba que se cumpliera con los requisitos del tipo penal y se produjera el resultado de la alteración del precio (ROTMAN, E., *op. cit.*, pp. 62-63).

⁴⁷⁰ Así, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 135 (“virtualidad objetiva para producir la alteración de la formación del precio del valor negociable por las pautas ordinarias del mercado”); TAZZA, A., *op. cit.*, p. 601 (“hechos que tengan influencia en el circuito bursátil”); ABOSO, G., *op. cit.*, pp. 1689-1690 (“debe tener cierta entidad, en el sentido de que pueda llevar al resultado antes mencionado con cierto grado de verosimilitud”).

se refieren sea relevante para influir en la cotización de un determinado valor negociable. De igual modo, respecto de las negociaciones fingidas, se señala que deben ser *idóneas* para influir en la formación del precio⁴⁷¹.

Con relación a la figura derogada, aquellos requisitos adicionales podían explicarse como presupuestos necesarios para que pudiera imputarse objetivamente el resultado a la acción típica⁴⁷² o, más precisamente, para que pudiera afirmarse que esta última generaba un riesgo no permitido de que aquel se produjera. En función de la actual configuración del tipo penal, a mi juicio, esto no tiene más sentido: como es claro a esta altura, lo que debe estar causal y normativamente vinculado a la suba, baja o mantenimiento del precio ya no son las noticias falsas o las negociaciones fingidas, sino las transacciones u operaciones. Por lo tanto, el interrogante acerca de la creación del riesgo no permitido debe contestarse enfocando la atención en esas acciones.

Al respecto, ya mencioné que aquel riesgo puede generarse por vía *directa*, mediante la realización de operaciones que inciden en el precio de forma inmediata, o por vía *indirecta*, a través del condicionamiento que las acciones manipulativas producen en otros participantes quienes, actuando sobre la base de éstas, operan incidiendo en la cotización. Esta distinción es importante a la hora de establecer cuáles son los factores que deben considerarse para determinar si un determinado comportamiento típico generó un riesgo jurídicamente relevante.

Así, con relación a las operaciones reales mediante las cuales se determina directamente el precio, lo relevante para delimitar si con éstas se generó aquel riesgo no permitido será, naturalmente, el *volumen* negociado a través de las transacciones, pero considerado en función del que, en general, caracteriza a la especie considerada y, además, con relación al específico contexto en el cual se inserta la conducta típica.

De acuerdo con estos parámetros, aun cuando se trate de conductas que involucren un volumen transaccional ínfimo, corresponderá tener por satisfecho el mencionado requisito de la imputación objetiva si, desde la perspectiva *ex ante* de un observador razonable que posea todo el conocimiento disponible en materia de mercados capitales, así como también el eventual saber especial del autor concreto del

⁴⁷¹ Así, TAZZA, A., *op. cit.*, p. 602; RIQUERT, A., *op. cit.*, pp. 2316-2317; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1690.

⁴⁷² Para una fundamentación de esos requisitos con base en la teoría de la imputación objetiva, *vid.* SARRABAYROUSE, J M., *op. cit.*, pp. 543-556.

hecho⁴⁷³, pudiera racionalmente concluirse que éstas serían aptas para producir el resultado típico, dadas las específicas circunstancias que las rodean. Esto será especialmente relevante para el análisis de casos que, por ejemplo, involucran especies caracterizadas por una muy reducida liquidez⁴⁷⁴, respecto de las cuales inclusive unas pocas transacciones por volúmenes insignificantes pueden, en todo momento, impactar de modo relevante en el precio. O, también, con relación a algunas tipologías comisivas puntuales, como el *marking the close*⁴⁷⁵, en las que, aun cuando las acciones manipulativas tengan por objetivo valores ampliamente negociados, el día, el horario u otros factores contextuales inciden en la posibilidad de que, en el caso concreto, intervengan terceros cuyas operaciones restablezcan el precio de mercado.

Por otra parte, cuando se manipule por vía mediata, lo que corresponderá constatar será ligeramente distinto: en estos casos, siempre de acuerdo con el punto de vista anterior al hecho de un observador experto dotado de los eventuales conocimientos especiales del autor, será necesario establecer que las transacciones llevadas a cabo por el autor del hecho son aptas para que los participantes medios (no expertos) del mercado las tengan en consideración al momento de decidir qué operaciones realizar y, en función de ello, se comporten de modo tal que se produzca un impacto en la cotización. Para ello, también deberá atenderse al volumen de negociación (siempre en términos relativos y ajustados al contexto específico del momento en que se lleva a cabo la acción manipulativa) como criterio central, pero considerado, además, en función de otros elementos que puedan incidir en los presupuestos cognitivos de los restantes participantes.

En efecto, si participantes caracterizados por una especial relevancia realizaran operaciones en un mercado cuyo sistema de negociación (por *default* o a petición) revelara sus identidades o si ellos mismos, de algún modo, dieran a conocer que están realizando esas transacciones (que, cabe aquí recordar, son reales, en el sentido de no simuladas), la importancia del volumen como factor a considerar se reduciría, porque lo que los restantes participantes tendrían bajo la mira sería, fundamentalmente, el dato de *quién* está operando. En cambio, si esa información fuera desconocida, lo “leído” por el

⁴⁷³ *Vid.*, por todos, ROXIN, C., *op. cit.*, § 11, n° 46, p. 367.

⁴⁷⁴ Esto es especialmente relevante en el mercado de valores argentino, en el que muchos de los valores listados siquiera se negocian diariamente. Para un claro ejemplo de esto, *vid.* a continuación el apartado dedicado al caso “M. y F.”.

⁴⁷⁵ Para una definición, *vid.* cap. I, apartado 2.2.

mercado sí sería el volumen (siempre en los términos anteriormente fijados), pero unido al *precio*, y al *momento* o a la *forma* misma en la que se presentan las operaciones.

Para ilustrar aquella distinción, considérese el siguiente supuesto: con el objetivo de hacer subir el precio de las acciones de γ , los archifamosos magnates X e Y (que ya están entre los principales accionistas de la compañía), actuando de común acuerdo, salen al mercado a comprar nuevas tenencias. Frente a un caso así, para determinar si esa acción es idónea *ex ante* para generar el riesgo no permitido de que otros participantes del mercado también salgan a comprar esa especie, no sería lo mismo que éstos supieran que son X y Z quienes están operando, que si sólo vieran las operaciones reflejadas en la pantalla de negociación. En el primer caso, se desencadenaría un supuesto de “decodificación de transacciones”⁴⁷⁶, en virtud del cual lo más importante para los participantes no informados sería la observación de que, precisamente, X y Z (que tienen un altísimo poder adquisitivo, que ya son accionistas de la empresa, que son personas vinculadas con sujetos poderosos, etc.) y no cualquier otra persona están adquiriendo acciones de γ . De acuerdo con ello, el volumen transaccional que reúnen X y Z por supuesto que sería relevante desde la perspectiva de la imputación objetiva (a mayor volumen relativo, mayor riesgo), pero, aun cuando ese volumen fuera relativamente escaso, el comportamiento llevado a cabo por aquellos podría considerarse riesgoso en los términos apuntados, porque reúne esa otra característica (la revelación de la identidad de quien opera) que también es apta para generar el riesgo de que el resultado típico se produzca. El segundo supuesto, en cambio, sólo podría dar lugar a un escenario de “decodificación del precio”⁴⁷⁷, en virtud del cual, junto al volumen relativo, debería sopesarse el precio de las transacciones y la forma en que concretamente se produjeron: por ejemplo, no debería darse la misma importancia a aquel primer factor si las órdenes de compra lanzadas por X e Y (en este caso, desde el anonimato) fueran por un precio igual al de mercado que si, en cambio, se las colocara a un precio superior (indicativo de mayor interés en que la operación se concrete); del mismo modo, también debería restarse importancia al factor del volumen si las órdenes se fraccionaran y fueran colocadas de forma secuencial, a precios crecientes, porque esto generaría la impresión de un interés cada vez mayor en la adquisición de la especie y, en consecuencia, sería *per se* apto para generar un peligro jurídicamente desaprobado.

⁴⁷⁶ Para una definición de este concepto, *vid.* cap. II, apartado 2.4.1.

⁴⁷⁷ Para una definición de este concepto, *vid. ibidem*.

Las matizaciones de lo que, frente a los casos concretos, debe exigirse para que pueda considerarse satisfecho el requisito de la creación de un riesgo no permitido son de la mayor importancia cuando se trata de imputar objetivamente el resultado típico a transacciones u operaciones que se realizan valiéndose de noticias falsas o negociaciones fingidas. En tales casos, en efecto, éstas últimas constituyen el *contexto* de referencia para juzgar si la acción típica provocó en concreto el riesgo de producción del resultado. Es por ello que, de acuerdo con el tipo penal actual, ya no me parece correcto añadir otros requisitos ulteriores a la exigencia de que las noticias sean falsas y a la de que las negociaciones sean fingidas: en la medida en que éstas estén presentes y se ajusten a la descripción legal (lo que no es poco), podrá considerarse satisfecho el correspondiente elemento del tipo penal, sin que sea necesario un análisis acerca de su idoneidad para causar un riesgo jurídicamente desaprobado, porque no son éstas las que deben generarlo.

Considérese el siguiente ejemplo: como una estrategia para hacer descender el precio de las acciones de la empresa θ , el periodista especializado en finanzas M, al ser entrevistado acerca de las mejores alternativas de inversión, comenta que el CEO de esa firma tiene serios problemas con el alcohol, lo cual es falso (y a M le consta). Ese mismo día, M y otros participantes del mercado con los que actúa de mutuo acuerdo (pero que no revisten la cualidad de principales tenedores) realizan transacciones mediante las cuales se desprenden de un importante volumen de acciones de θ . Al notar estas operaciones en el sistema de negociación, S y T, que estaban al tanto del comentario de M (pero no sabían si darle importancia o no), interpretan que conviene desprenderse de las acciones de θ y, por lo tanto, también deciden salir a vender sus tenencias. Las operaciones realizadas por S y T, sumadas a las de M y los participantes del mercado con quienes aquel estaba de acuerdo, producen un descenso del precio de cotización del orden del 5 %.

Frente a un caso así, ¿podría descartarse la tipicidad del comportamiento de M (y los restantes intervinientes en el hecho) por considerarse que la información acerca del alcoholismo del CEO de θ no es, desde un punto de vista objetivo, relevante para decidir si comprar o vender las acciones de dicha empresa? A mi juicio, mientras este interrogante debía contestarse afirmativamente cuando la acción consistía en difundir

una noticia falsa⁴⁷⁸, ahora debe arribarse a la solución contraria, porque la creación del riesgo jurídicamente desaprobado debe buscarse en las transacciones u operaciones y no en la noticia falsa, que es la situación de base en la cual se insertan aquellas.

Junto a esa conclusión, debe, sin embargo, aclararse lo siguiente: cuando, pese a no ser necesario para la imputación objetiva, las noticias falsas de las que se vale el autor del hecho se caractericen por una amplia difusión, tengan por objeto hechos de suma relevancia objetiva y/o sean altamente verosímiles, o, del mismo modo, cuando las negociaciones fingidas sean por un alto volumen relativo, será menos lo que deberá entenderse necesario para que pueda considerarse que las transacciones u operaciones generaron un riesgo no permitido.

Supóngase, por ejemplo, que el analista P, en un programa de televisión que posee una amplia audiencia, informara que la emisora α está a punto quebrar (lo cual es falso y P lo sabe) y que, ese mismo día, se desprendiera de sus tenencias de acciones de α y lo diera a conocer. Imagínese también que, como producto de esas ventas, otros participantes (que estaban al tanto de lo que P había informado) concluyeran que les convendría “salir” de α antes de que fuera demasiado tarde y que, a partir de esa actividad, se ocasionara un importante descenso de la cotización. En un caso así, aun cuando las ventas de P fueran por un muy escaso volumen, me parece que no estaría justificado excluir la tipicidad de su conducta, argumentando para ello que esas transacciones no generan un riesgo no permitido de que directa o indirectamente baje el precio. Este último, en efecto, debe valorarse en función del contexto que, en este caso, está dado por la amplísima difusión de la noticia de P (que fue comunicada en un programa de gran audiencia), sumada a su relevancia objetiva (pues, a partir del dato de la bancarrota, puede inferirse que quienes poseen acciones de α jamás percibirán utilidades).

Similarmente, si el participante Z colocara órdenes mediante las cuales fingiera un interés creciente en la adquisición de obligaciones negociables de β y ejecutara sólo una parte, la importancia (en términos de volumen) que deberían tener las transacciones reales para que pudiera decirse que generaron un riesgo jurídicamente desaprobado de modificación del precio sería inversamente proporcional a la de las órdenes colocadas sin intención de ejecutarlas.

⁴⁷⁸ Así, con relación a la misma información, SARRABAYROUSE, J. M., *op. cit.*, p. 548.

Para culminar, creo oportuno precisar que estas consideraciones valen también con relación a otras situaciones contextuales que, en un caso concreto, puedan haber generado un riesgo de alteración o mantenimiento del precio. De acuerdo con ello, en los casos de incidencia de factores concomitantes, una vez superado el filtro de la causalidad, lo relevante será establecer si las transacciones u operaciones típicas elevaron, de una manera *mensurable*⁴⁷⁹, el peligro ya existente, generado por aquellos otros factores. En caso negativo, corresponderá excluir la imputación objetiva por falta de creación de peligro. Cuando en cambio, aquella mensuración fuera posible (es decir, cuando pudiera decirse que no hubo un aumento irrelevante del riesgo), el nexo normativo entre acción y resultado podrá sostenerse, con fundamento no en la creación del riesgo no permitido, sino en términos de su *incremento*⁴⁸⁰.

1.3. Tipo subjetivo

En cuanto a los requisitos subjetivos, los comentarios al actual art. 309.1a) CP coinciden en que se trata de una figura *dolosa*⁴⁸¹, lo que debe compartirse, pues el modo final en que está descrita la acción típica es incompatible con un comportamiento imprudente. Sin embargo, es necesario distinguir entre las distintas variantes del delito y realizar algunas precisiones con relación al texto vigente, porque existe entre los autores cierta tendencia a remitir sin más a las opiniones emitidas por la doctrina respecto del viejo art. 300.1a) CP que, a mi juicio, son aplicables sólo en parte a la figura actual.

Al comentar el delito de agiotaje en su formulación de 1921, que establecía que el resultado típico debía lograrse “por medio” de noticias falsas, Soler especificaba que debía excluirse la tipicidad subjetiva cuando el autor, por ligereza⁴⁸², hubiera difundido

⁴⁷⁹ Cfr. ROXIN, C., *op. cit.*, § 11, n° 45, p. 366-367.

⁴⁸⁰ En el mismo sentido, GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 155. Allí sostiene que “la concomitancia de otras circunstancias o situaciones, ajenas al autor, que también puedan explicar razonablemente el resultado, resultará irrelevante, de cara a la atribución del resultado que obligadamente debe efectuarse al autor en virtud de que, con su acción, incrementó de todos modos el riesgo de producción del resultado”. A renglón seguido aclara, acertadamente, que, de acuerdo con ello, deberá excluirse la imputación si la conducta alternativa conforme a derecho hubiera conducido con seguridad al resultado típico. A mi juicio, el problema que se verificará en los casos concretos es siempre el de la prueba necesaria para que este tipo de análisis pueda realizarse en sede judicial.

⁴⁸¹ PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 141; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 605; RIQUERT, A., *op. cit.*, p. 2319; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1688; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), pp. 679-680.

⁴⁸² Como afirmaba Soler, era más claro en el art. 419 del Código Napoleón, que especificaba que los hechos falsos o calumniosos debían ser *sembrados deliberadamente* (SOLER, S., *op. cit.* [1951], p. 416).

una mentira influyente en el mercado que produjera el resultado típico, y luego se aprovechara de éste. Para fundar esa visión, entendía que el elemento subjetivo que debía concurrir al momento de la comunicación de la noticia falsa era sustancialmente igual al del delito de estafa⁴⁸³: el autor debía, entonces, estar al tanto de la falsedad y utilizarla con el objetivo de producir la alteración del precio. Esta posición, por otra parte, era la dominante en los comentarios a ese tipo penal⁴⁸⁴.

En función de la configuración del delito de manipulación del mercado de valores, ello ha cambiado sustancialmente. En efecto, si bien de la exigencia de que el autor *se valga* de noticias falsas para llevar a cabo la acción típica se sigue que éste deba conocer su falsedad⁴⁸⁵, no es necesario que ese conocimiento esté presente al momento de la comunicación de aquellas (que, como se vio, puede inclusive estar a cargo de un tercero que no participa en el hecho) sino cuando aquel las utiliza (es decir, se vale de ellas). En cuanto al requisito intelectual⁴⁸⁶, entonces, lo que se exige es que el autor sepa que se está sirviendo de noticias que son falsas para realizar transacciones u operaciones que pueden hacer subir, bajar o mantener la cotización.

Del mismo modo, en el supuesto de las negociaciones fingidas, aquel elemento estará satisfecho cuando el autor conozca ese carácter ficticio al utilizarlas como instrumentos para llevar a cabo la conducta típica.

En cuanto al elemento volitivo, la doctrina es también unánime con relación a que el art. 309.1a) sólo admite el dolo directo⁴⁸⁷. A mi entender, ello debe matizarse. En primer lugar, no debe confundirse la intención directa de utilizar las noticias falsas y las negociaciones fingidas con la de producir el resultado típico. Dado que, de acuerdo con la redacción actual, el autor debe valerse de aquellas, lo que sí debe existir es la primera. Por fuera de ello, el tenor literal del precepto no impide que el autor del hecho sólo se represente como posible el alza, baja o mantenimiento del precio y su producción le

⁴⁸³ SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 416. Sobre la (errada) tendencia de la doctrina argentina tradicional a considerar necesario el dolo directo en el delito de estafa, *vid.* apartado 2.3. de este mismo cap.

⁴⁸⁴ ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 64; PESSAGNO, H.; *op. cit.*, p. 120; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (1971), p. 519; LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 296, quien también señala como atípico el caso opuesto, es decir, el de quien difunde intencionalmente información falsa, pero sin el propósito de alterar el precio; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 36; CREUS, C.; BUOMPADRE, J., *op. cit.*, p. 537.

⁴⁸⁵ A mi entender, el uso del verbo “valer” en su forma pronominal cumple, desde el punto de vista semántico, una función análoga a la locución preposicional “por medio de”, incluida en el art. 300.1 CP.

⁴⁸⁶ Para este análisis, sigo el concepto de dolo seguido por la doctrina dominante en materia penal (*vid.*, por todos, FRISTER, H., *op. cit.*, pp. 228-230).

⁴⁸⁷ PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 141; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 605; RIQUERT, A., *op. cit.*, p. 2319; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1688; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), pp. 679-680.

resulte indiferente⁴⁸⁸. De acuerdo con esto, me parece admisible el reproche a quien haya llevado a cabo la conducta típica con *dolo eventual*.

En segundo lugar, un factor que seguramente incida en la postura de quienes sostienen que la acción típica debe llevarse a cabo con dolo directo, es la inclusión, en la parte final del art. 309.1a) CP, de dos elementos subjetivos distintos del dolo consistentes en “el fin de producir la apariencia de mayor liquidez o de negociarla a un determinado precio”. En efecto, los mismos autores que, explícitamente, comparten aquella visión son quienes consideran que estos componentes subjetivos especiales deben estar presentes (en forma conjunta o alternativa) tanto en las transacciones u operaciones que se valgan de noticias falsas o negociaciones fingidas, como en aquellas que se inserten en el contexto de un acuerdo entre los principales tenedores⁴⁸⁹.

En mi opinión, esa posición soslaya el origen histórico de la disposición, así como también el hecho de que su tenor literal actual permita concluir que nada ha cambiado en este aspecto.

Por empezar, la fuente normativa a partir de la cual aquella fórmula fue tomada directamente es el art. 419 del Código Penal napoleónico que, en su parte pertinente, rezaba: “El que por hechos falsos o calumniosos divulgados intencionalmente entre el público, por medio de ofertas hechas a los mismos vendedores, por la reunión o coligación entre los principales tenedores de una misma mercancía o artículo, *formada* para no venderla, o venderla sólo a cierto precio [...]”. En esa disposición, estaba claro que la finalidad de no vender o de vender sólo a cierto precio las mercancías o artículos estaba únicamente referida al supuesto de reunión o coligación de los principales tenedores, en tanto la forma femenina singular del participio “formada” no podría referirse ni a los “hechos falsos o calumniosos”, ni a las “ofertas”. Lo confirmaba, a su

⁴⁸⁸ Es posible pensar en supuestos en los que el autor del hecho actúe a partir de una finalidad distinta (por ejemplo, simplemente perjudicar la imagen de una emisora en el mercado) y que el resultado típico sea sólo una posibilidad, respecto de la cual el autor asuma una actitud de menosprecio. Con relación a la vieja figura, esta cuestión fue tratada a partir del planteamiento de Pessagno, quien entendía que el requisito subjetivo debía descartarse en las conductas que tuvieran un móvil político (por ejemplo, desestabilizar al mercado para perjudicar al gobierno de turno), porque el “objetivo principal y único” debía ser el aumento o el descenso de la cotización (PESSAGNO, H.; *op. cit.*, p. 120). Para Rotman, las motivaciones personales del autor eran indiferentes, siempre y cuando el autor tuviera como “propósito inmediato” alcanzar el resultado típico (ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 64). Con respecto a esta última posición, Donna entiende que se trataba de admitir el dolo eventual (DONNA, E., *op. cit.*, p. 312). A mi juicio, esto no surge de la exposición de Rotman.

⁴⁸⁹ PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 141; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 605; RIQUERT, A., *op. cit.*, p. 2319; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), pp. 679-680; RUSSO, G., “El agiotaje mercantil y el agiotaje financiero”, *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, n° 276, 2016, p. 199 (TR LALEY cita *online* AR/DOC/5561/2015).

vez, el uso del pronombre “la”, únicamente referible a la “mercancía” (pues la reunión o coligación no es algo que pueda venderse).

Ese requisito subjetivo fue reproducido casi idénticamente en el art. 300.1 CP, donde el complemento circunstancial de finalidad encabezado por “formada para” fue sustituido por “con el fin”, mientras que el uso del pronombre “la” se mantuvo inalterado.

En función de ello, la doctrina que comentó esa norma interpretó en forma mayoritaria que esa intención trascendente no estaba referida a los medios comisivos de difusión de noticias falsas y ficción de negociaciones⁴⁹⁰. Para estas dos últimas, se consideraba suficiente la presencia de dolo que, como mencioné, debía incluir el conocimiento de estar realizando la conducta típica de alteración de los precios del mercado, a través de dichos medios.

De acuerdo con lo dicho, todo parece indicar que, al trasponer la fórmula al nuevo tipo penal, el legislador únicamente realizó modificaciones en su redacción, intentando, quizás, adoptar una terminología más adecuada a los mercados de capitales⁴⁹¹, pero sin modificar el supuesto respecto del cual debe aplicarse. Esta interpretación, como adelanté, se ve respaldada por el tenor literal de la expresión, en la que nuevamente se utiliza, junto al verbo “negociar”, el pronombre “la”, únicamente referible a la “especie”, mencionada sólo con relación al supuesto de reunión o coalición de sus principales tenedores. Por el resto, si bien la finalidad de dar apariencia de mayor liquidez gramaticalmente podría ser atribuible a cualquiera de las modalidades, la conjunción disyuntiva “o” denota una relación alternativa entre ambas, por lo que no sería razonable pensar que ambas finalidades presenten un alcance distinto.

En función de lo explicado, a mi entender, estas intenciones internas trascendentes son un elemento definitorio del tipo, exclusivamente, con relación a su modalidad consistente en la realización de transacciones u operaciones basadas en el acuerdo de los principales tenedores⁴⁹².

Como producto de aquella, en el caso de la finalidad de negociar la especie a un precio determinado, el aspecto subjetivo del tipo penal resulta mucho más exigente, porque habrá que demostrar que los autores no sólo actuaban con dolo (en este caso,

⁴⁹⁰ Así, SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 418; NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, pp. 225-226; LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 416; NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 36; ROMERO VILLANUEVA, H., *op. cit.*, p. 1015. En contra, DONNA, E., *op. cit.*, p. 312; MARINELLO, L., *op. cit.*, p. 54.

⁴⁹¹ Enseguida me ocuparé de explicar por qué, a mi entender, esto no se logró.

⁴⁹² En igual sentido, GUZMÁN, N., *op. cit.*, pp. 148-149.

únicamente directo⁴⁹³) con relación al resultado típico, sino que tenían la *intención* de negociar la especie en función de este último⁴⁹⁴. En estos casos, por lo tanto, no alcanzará con probar que el acuerdo tenía por objetivo un genérico aumento o disminución de la cotización, sino que deberá acreditarse que éste también delimitaba cuál era el precio de la especie que específicamente pretendía lograrse.

Por último, en cuanto a la finalidad de dar a la especie apariencia de mayor liquidez⁴⁹⁵, deben compartirse las críticas que se le han hecho desde la doctrina⁴⁹⁶. Por más de que aquella propiedad contribuya a su atractivo desde la perspectiva del inversor⁴⁹⁷ y, en ocasiones, pueda formar parte de los designios de quien manipula (por

⁴⁹³ En este caso, queda desplazada la posibilidad de dolo eventual con relación al resultado típico: en efecto, es obvio que, si los coautores del hecho tienen como objetivo poder negociar a un valor determinado, éste no puede lograrse sino haciendo que el precio suba, baje o se mantenga en función del nivel deseado.

⁴⁹⁴ De acuerdo con esta interpretación, el delito, en lo que respecta particularmente a esta modalidad comisiva (es decir, la de realización de transacciones u operaciones en función de un acuerdo entre los principales tenedores con el fin de negociar la especie a un precio determinado), debería considerarse como uno *mutilado de varios actos* y no como uno de resultado recortado, como sostiene Tazza (TAZZA, A., *op. cit.*, p. 605). Esta es la única solución posible si se entiende que la negociación a precio determinado es una acción distinta de las transacciones u operaciones: dicho de otro modo, el tipo penal se contenta, para la consumación, con un hecho (la realización de transacciones u operaciones que producen el resultado típico), pero el juicio de disvalor abarca un segundo acto (que puede ocurrir, o no) que es la negociación realizada por los coautores una vez que se logró manipular el precio (SANCINETTI, M., *Teoría del delito y disvalor de acción*, 2ª reimpresión (1ª ed., 2001), Ed. Hammurabi, 2005, p. 323-332). Si, en cambio, se interpreta que las transacciones u operaciones y la negociación son lo mismo, debe descartarse que la finalidad de negociar a un precio determinado sea un componente subjetivo distinto del dolo referido a la acción típica. En ese caso, no será más que una pauta de comportamiento establecida en el contexto del acuerdo criminal a partir del cual aquella se realiza. Más sencillamente: o los principales tenedores se ponen de acuerdo para realizar transacciones u operaciones que alteren o mantengan artificialmente el precio de un valor negociable, y lo hacen porque tienen en mente el objetivo de negociarlo posteriormente a ese precio, o bien se ponen de acuerdo para realizar transacciones u operaciones (esto es, negociar) un valor negociable a un precio determinado, de las que resulta la suba, baja o mantenimiento de la cotización. En el primer caso, los autores del hecho habrán obrado con dolo respecto del resultado, sumado a una intención interna trascendente (que no es la propia de los delitos de resultado recortado, sino la de los mutilados de varios actos); en el segundo, únicamente con dolo, que incluye el conocimiento y voluntad de realizar transacciones u operaciones específicamente al precio acordado con los restantes autores del hecho.

En mi opinión, debe preferirse la primera interpretación, porque ésta, además de ser coherente con el desarrollo histórico de este tipo penal, procura darle un sentido a la elección de términos realizada por el legislador de 2011. La otra, en cambio, implica considerarlos superfluos (Fallos 200:165, 299:167, entre muchos otros).

⁴⁹⁵ Con relación a esta modalidad, en cambio, sí debe compartirse la postura de que se trata de un delito cortado de resultado, porque son las mismas transacciones u operaciones las que deben producir la apariencia de mayor liquidez y no se contempla una segunda acción adicional (cfr. ROXIN, C., *op. cit.*, § 10, n° 84, p. 317).

⁴⁹⁶ Comparto la crítica de Orce crítica esta última intención interna trascendente, al entender que “no tiene relación con el hecho desvalorado por la norma, ni es necesaria 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 lo contrario al fin de la manipulación intentada” (ORCE, G., comentario al art. 309 CP, en BAIGÚN, D.; ZAFFARONI, E. [dirs.]; TERRAGNI, M. [coord.], *op. cit.*, t. 12, p. 645).

⁴⁹⁷ Con respecto a la importancia de la liquidez en los mercados de capitales, *vid. cap. I, apartado 1.*

ejemplo, para persuadir a otros participantes a adquirir un determinado valor), no es necesariamente un rasgo presente en esta clase de conductas, por lo que su inclusión no tiene mayor sentido.

1.4. A modo de conclusión: “M. y F.”, un caso paradigmático acerca de los problemas que entraña la aplicación del art. 309.1a) CP

En los apartados precedentes, he intentado elaborar una interpretación modernizada del art. 309.1a) CP cuya estructura, como se vio, reproduce en buena parte la de figuras concebidas en el siglo XIX, bajo la idea de regular una realidad (la del comercio de mercaderías de primera necesidad) muy distinta a la de los mercados de valores. En esa tarea, procuré por tanto ser respetuosa del tenor literal de aquella disposición y, a la vez, consciente de las características que ese ámbito presenta en la actualidad, así como también de la forma en que la manipulación de mercado se manifiesta como fenómeno del mundo real.

Ahora que culminé esa tarea, propongo examinar un caso, cuya denuncia ante la Justicia Nacional en lo Penal Económico argentina fue desestimada por atipicidad⁴⁹⁸, sobre la base de un planteo de la representante de la acusación pública interviniente ante ese fuero. Más allá de alguna mención a los fundamentos de esa decisión, en las páginas que siguen evaluaré si el caso, analizado a la luz de la interpretación que aquí se propone, podría haber corrido otra suerte.

Para comenzar, describiré el supuesto de hecho⁴⁹⁹ que, en lo sustancial, no fue controvertido:

“Entre noviembre de 2012 y abril de 2013, los agentes bursátiles M. y F. actuaron en el Mercado de Valores de Buenos Aires de acuerdo con la siguiente dinámica:

1) en un cierto momento del día, ambos o sólo uno de ellos (o, en ocasiones, también un tercer agente G., que actuaba de común acuerdo con M. y F.) efectuaban⁵⁰⁰,

⁴⁹⁸ En función del art. 180 CPPN, cuando la denuncia sea recibida por el órgano jurisdiccional, ésta será transmitida inmediatamente al agente fiscal, quien deberá requerir la instrucción o pedir su remisión a otra jurisdicción (en caso de incompetencia para entender el ella) o su desestimación. Esta última corresponde “cuando los hechos referidos en ella no constituyan delito, o cuando no se pueda proceder”.

⁴⁹⁹ Me referiré al caso sólo con las iniciales de los imputados porque, si bien la denuncia a partir de la cual se originó la investigación trascendió en los medios de comunicación, sus pormenores no fueron divulgados.

en el segmento del mercado denominado “Sistema Integrado de Negociación Asistido por Computadora”⁵⁰¹, una o más compras (o ventas) de un determinado bono a un precio más alto (o más bajo, respectivamente) que el último registrado para esa misma especie. Dado que, en todos los casos, los valores negociables respecto de los cuales operaban se caracterizaban por una muy baja liquidez, estas transacciones, aun cuando fueran por volúmenes bajos⁵⁰², impactaban directamente en la cotización, produciendo alzas de hasta un 4,8 % y bajas de hasta un 6,40 %.

2) inmediatamente después de aquellas transacciones, el agente F., actuando en este caso para su cliente S. (organismo estatal) a través de la “Sesión Continua de Negociación”⁵⁰³, operaba un altísimo volumen⁵⁰⁴ de la especie cuyo precio había sido alterado minutos antes en el SINAC: si lo había llevado a la baja, vendía acciones en nombre S.; en cambio, si había logrado subirlo, compraba en nombre de dicha entidad. Las contrapartes de estas operaciones eran determinados fondos de inversión que, según la hipótesis del denunciante, actuaban como personas interpuestas cuyo beneficiario final era el mismo F⁵⁰⁵.

En la denuncia, realizada por la PROCELAC a partir de una presentación de la CNV, los hechos descriptos fueron calificados como constitutivos de los delitos previstos en los arts. 309.1a), 173.7⁵⁰⁶ y 174.5⁵⁰⁷ CP, a raíz de que las compras (a valor

⁵⁰⁰ Se desconoce si actuando para sí o para un comitente, porque en la investigación no se llegó a recabar esta información.

⁵⁰¹ También conocido como SINAC, este sistema de negociación concertaba las operaciones de forma automática siguiendo un criterio de “prioridad precio-tiempo”. Esto significa que la operación se concreta con quien ofrece comprar al precio más alto o vender al más bajo y, en caso de ofertas de igual precio, tiene prioridad la orden que fue ingresada antes. En el actual BYMA, el sistema mediante el cual se lleva a cabo el mismo tipo de negociación es el “Sistema Millennium”.

⁵⁰² Generalmente, involucraban entre 2.000 y 10.000 nominales pero, en un caso (23/11/2012), bastó con la compra tan solo 306, porque se trataba de una especie que no había sido operada durante todo el mes.

⁵⁰³ También conocida como SNC o segmento bilateral. En este segmento, no rige la “prioridad precio-tiempo”. Las partes acuerdan un precio y, en función de éste, se realiza la transacción.

⁵⁰⁴ En el caso de las operaciones realizadas para el organismo estatal, los volúmenes eran millonarios: una de las operaciones realizadas en su nombre involucró, por ejemplo, 77.000.000 de nominales (26/2/2013).

⁵⁰⁵ Este aspecto fue señalado en la denuncia, a partir de que quienes, supuestamente, habían firmado, en Argentina, la documentación necesaria para la apertura de las cuentas ante F. no registraban movimientos migratorios de ingreso al país o los registraban en fechas lejanas al momento de esa suscripción. Por otra parte, uno de esos fondos (que no estaba registrado ante las autoridades de su país) tenía su domicilio legal en un aeropuerto y, durante la investigación, modificó su domicilio. No llegó a profundizarse, en función del cierre prematuro de la investigación.

⁵⁰⁶ Art. 173.7 CP: “Sin perjuicio de la disposición general del artículo precedente, se considerarán casos especiales de defraudación y sufrirán la pena que él establece [prisión de un mes a seis años]: [...] 7. El que, por disposición de la ley, de la autoridad o por un acto jurídico, tuviera a su cargo el manejo, la administración o el cuidado de bienes o intereses pecuniarios ajenos, y con el fin de procurar para sí o

más alto que el de mercado) y ventas (a valor más bajo), realizadas en el SINAC para el organismo estatal S., le habrían ocasionado un perjuicio económico. Para el análisis, dejaré de lado esta circunstancia que, sin embargo, era relevante mencionar, porque aporta una perspectiva útil para comprender cuál podría haber sido el objetivo de la conducta manipulativa.

Ahora sí, adentrándome en el caso, lo primero que corresponde hacer es identificar qué modalidad del art. 309.1a) CP debe entrar en consideración. Dado que la descripción de los hechos no hace referencia alguna a la divulgación de información que, siquiera en principio, pueda calificarse como “noticia falsa”, me ocuparé únicamente de los supuestos de “negociaciones fingidas” y “reunión o coalición de los principales tenedores”.

Con respecto al primero de éstos, cabe señalar que, si bien la denuncia no era concluyente al respecto, allí se indicaba que, en el caso de algunas de las operaciones llevadas a cabo en el SINAC, se conocía que quienes habían intervenido como parte compradora y vendedora eran, respectivamente, F. y M. (y viceversa), por lo que se sugería iniciar una investigación para establecer si, en el caso, se verificaba un supuesto de órdenes cruzadas. No obstante, para la fiscalía el cumplimiento de ese recaudo no fue necesario: en virtud de que, a partir de un peritaje contable dispuesto por el juzgado de instrucción⁵⁰⁸, se demostró que, tanto las operaciones del SINAC, como las de la SNC, habían sido *registradas* en la contabilidad de los agentes bursátiles y que se cumplían con los márgenes de referencia reglamentariamente establecidos⁵⁰⁹, aquella parte consideró comprobado que se trataba de operaciones reales y que, por lo tanto, la hipótesis en cuestión debía ser descartada.

para un tercero un lucro indebido o para causar daño, violando sus deberes perjudicare los intereses confiados u obligare abusivamente al titular de éstos”.

⁵⁰⁷ Art. 174.5 CP: “Sufrirá prisión de dos a seis años: [...] 5. El que cometiere fraude en perjuicio de alguna administración pública”.

⁵⁰⁸ La realización de medidas de prueba *previas* al requerimiento de instrucción (que, en este caso, no se llegó a formular, dado que la representante de la acusación solicitó la desestimación de la denuncia) es una práctica procesal, de por sí poco común y que sólo se realiza ante situaciones de emergencia, lo que no ocurría en este caso.

⁵⁰⁹ A la fecha de los hechos, el reglamento del mercado establecía que la variación máxima que, en una misma sesión, podía tener el precio de una determinada especie en el SINAC era del 10 %. De superarse, la negociación se suspendía por algunos minutos (“llamado a plaza”) y luego se reanudaba con un precio de apertura fijado por el sistema de negociación del mercado. En la SNC, el máximo de variación era del 1,5 % con respecto al último precio negociado en el SINAC. Cuando este margen se superaba, las operaciones eran sometidas a controles especiales por parte de la oficina de *stock watch*.

Ahora, supóngase que las cosas hubieran ocurrido de otro modo y que la investigación hubiera sido abierta y hubiese permitido acreditar que F., M. y, en ocasiones, G. habían operado de forma cruzada. Mejor aún, imagínese que hubiera sido posible verificar que, en ambos lados de cada operación, había estado siempre uno de esos operadores, comprándose y vendiéndose a sí mismo (*wash trades*). De haber ocurrido esto, es claro que, si el Ministerio Público Fiscal y el juzgado le hubieran reconocido algún peso al precedente “De Carabassa”, tendrían que haber concluido que, en efecto, se trataba de negociaciones fingidas, tal como lo había sugerido la PROCELAC. Así y todo, tampoco habría alcanzado para una condena por el delito del art. 309.1a) CP: como ya es sabido a esta altura del análisis, habría sido necesario demostrar en esas negociaciones fingidas le sirvieron a alguien (los mismos F., M., G. u otro participante) para llevar a cabo transacciones reales y que fueron estas últimas las que condujeron al aumento y a la baja de la cotización que se registró.

Si se examina el caso con esa lente, no hay dudas de que sí existieron operaciones que responden a la caracterización de “reales”: me refiero a las realizadas en la SNC que, de hecho, lo son a punto tal que llevaron al denunciante a sostener que habían perjudicado las arcas de una repartición del Estado Nacional. El problema es que, aun siendo así, cuando se analiza el punto relativo al nexo de causalidad entre dichas operaciones y el resultado típico, no queda otra posibilidad que descartar la tipicidad, porque está claro aquella exigencia no se verifica en el caso. En efecto, según la misma descripción de los hechos, lo que no puede suprimirse hipotéticamente sin que desaparezca el resultado no son las transacciones realizadas en aquel segmento bilateral, sino las operaciones simuladas en el SINAC⁵¹⁰ mediante las cuales, como se dijo, se incidió directamente en el precio.

En función de este último problema, asumiendo la postura de la fiscal en este punto, quizás sería una lectura más apropiada del caso afirmar que las compras y ventas efectuadas en el SINAC configuraron las transacciones u operaciones (no fingidas) pues como se vio, fueron éstas las que produjeron el resultado típico. Sin embargo, este

⁵¹⁰ Esta conclusión debería compartirse inclusive si se verificara que la operación efectuada en la SNC fue a un valor más bajo o alto que el de la cotización en el SINAC y, con base en ello, se pretendiera afirmar que, en algún sentido, las transacciones del segmento bilateral profundizaron el resultado típico. En efecto, en este último ámbito de negociación, el precio de las transacciones no es el de mercado (al que, según lo dicho aquí, está referido el resultado típico), sino el pactado en forma *directa* entre dos partes, por lo que no entra en consideración desde aquella perspectiva.

enfoque no conduciría a una conclusión distinta con respecto a la tipicidad: si esas fueran las transacciones realizadas, sería necesario que sus autores se hubieran valido de otras negociaciones fingidas, pero, en función de lo que se dijo hasta ahora, ya no queda claro cuáles podrían ser éstas⁵¹¹.

En suma, en función de lo dicho hasta aquí, debería descartarse que el comportamiento de M. y F. pueda ser encuadrado bajo las previsiones del art. 309.1a) CP, en su modalidad “negociaciones fingidas”, porque ninguna de las posibles miradas del caso habilita a concluir que, para realizar las transacciones que les permitieron a esos agentes alterar el precio de mercado, éstos se hayan valido de operaciones aparentes o simuladas.

Una vez descartada esa hipótesis, corresponde analizar los hechos en función de la otra variante que *prima facie* podría entrar en consideración en el caso. Para hacerlo, cabría preguntarse lo siguiente: ¿podría sospecharse que las compras y ventas efectuadas en el SINAC se hayan valido de una coalición entre los principales tenedores de la especie? Sobre este punto, que no había sido tratado en la denuncia, la representante del Ministerio Público Fiscal tampoco consideró necesario abrir la investigación. A su criterio, dado que, como se dijo, aquellas operaciones habían sido por volúmenes muy escasos, el caso no permitía siquiera suponer que esa clase de participantes del mercado hubieran intervenido en la maniobra. Debe admitirse que ese razonamiento parte de una intuición bastante lógica: después de todo, ¿cuál habría sido la necesidad de un acuerdo monopólico frente a especies tan escasamente negociadas?

Una respuesta a ese interrogante puede encontrarse en un segundo argumento que, de manera algo confusa, usó la fiscalía para descartar que el precio pudiera haber sido acordado previamente. Éste se basa en la siguiente observación: al mismo tiempo que los denunciados operaban en el SINAC, era perfectamente factible que interviniera cualquier otro operador exteriorizando órdenes que llevaran el precio a sus valores promedio⁵¹². Por lo tanto, de ahí se seguiría (según lo que llevo a interpretar) que la

⁵¹¹ Salvo que hubiera operaciones de terceros que pudieran encajar en esta categoría, tendría que darse el caso de que pudieran distinguirse las operaciones del SINAC en dos grupos: uno de transacciones reales y otro de negociaciones fingidas, y que sólo el primero de éstos o los dos (en este último caso, por separado) no pudieran eliminarse mentalmente sin que dejara de producirse la variación en el precio.

⁵¹² Reproduzco a continuación la parte pertinente del dictamen de la fiscalía: “no debe perderse de vista que conforme quedara debidamente explicitado en el peritaje contable, durante la rueda de operaciones llevada a cabo a través del SINAC, donde se llevaron a cabo las operaciones previas que fijaron el precio de referencia para las operaciones mantenidas a través del SCN, cualquier operador del mercado podría

reunión de los principales tenedores no habría tenido mayor sentido porque, para decirlo con una terminología familiar al discurso penal, ésta no habría sido *ex ante* idónea para alcanzar el precio previamente acordado.

Aquellas conclusiones son, a mi juicio, algo apresuradas. En efecto, podría alegarse que un acuerdo monopólico habría elevado la ya alta⁵¹³ probabilidad de éxito de la maniobra realizada en el SINAC, porque habría evitado que otros principales tenedores fueran quienes tomaran parte en la negociación introduciendo órdenes de operaciones que “corrigieran” el precio. Para descartar fundadamente que el caso haya involucrado una coalición en los términos descriptos por el tipo penal, habría sido necesario, por lo tanto, analizar previamente los registros de tenedores de los bonos en cuestión para la fecha considerada y verificar que F., M. y G. (o las personas para quienes ellos actuaban en la SINAC), al momento de las operaciones, no poseyeran individualmente una cantidad de esos activos que fuera superior a las tenencias individuales de otros participantes del mercado.

No obstante, es altamente probable que esa (debida) comprobación no condujera a un resultado favorable a la incriminación. Si bien, como se explicó, el acuerdo de los principales tenedores, de haber existido, sí habría comportado la creación de un contexto apto para el éxito de la maniobra, en un mercado tan ilíquido, aquel ciertamente no era una condición *necesaria* para que éste se lograra por lo que es factible pensar que, como intuyó la fiscalía, ese requisito del tipo penal no estuviera presente en el caso⁵¹⁴. A ello debe agregarse que, inclusive cuando fuera posible

haber exteriorizado una oferta de compra o de venta por un precio inferior o superior a los ‘supuestamente’ acordados, situación ésta que hace imposible que la sola acción de un operador hubiera hecho posible que las sucesivas operaciones se realizaran a un precio previamente acordado, todo lo cual permite descartar la existencia del último de los elementos esenciales a los que se refiere el tipo penal analizado [es decir, la reunión o coalición de los principales tenedores]”. Esta argumentación se basa en el análisis del SINAC realizado por la Cámara Federal de Casación Penal, en el caso “Collazo, Jorge y otros s/recurso de casación” (resolución n° 1516/13 del 30/8/2013). Allí la Sala III de ese tribunal consideró que ese sistema de negociación reduce “a su mínima expresión la posibilidad de manipular indebidamente los valores de las especies” porque “si [...] pretende provocarse una baja artificial del valor a algún título en particular, quien lo haga no podría impedir que otros operadores ajenos a la maquinación introduzcan sus respectivas ofertas, mejorando aquellas otras que integren la maniobra”.

⁵¹³ En virtud de la baja liquidez de las especies.

⁵¹⁴ Al respecto, debe reconocerse que lo que, en el fondo, podría haber motivado a la fiscal a adoptar el criterio de la desestimación sería la necesidad de hacer un uso eficiente de los escasos recursos con los que cuenta el sistema penal argentino, evitando llevar adelante una actividad investigativa que condujera a resultados infructuosos. Al mismo tiempo, es necesario destacar que, a la fecha de los hechos, el ordenamiento procesal argentino no contemplaba la disponibilidad del ejercicio de la acción penal pública (que ahora sí está previsto en el CPPF, para casos muy puntuales), por lo que estas comprobaciones sí debían ser llevadas a cabo.

acreditar que las tenencias en función de las cuales operaron en el SINAC los denunciados eran principales, las dificultades para la imputación no habrían quedado del todo despejadas: en efecto, si se hubiera tratado de activos de propiedad de terceros que F., M. y G., en su calidad de agentes bursátiles, únicamente administraban, se habría presentado el problema de demostrar que el acuerdo monopólico no sólo había involucrado a estos intermediarios del mercado, sino también a aquellos sujetos dotados de la condición especial exigida por el tipo penal⁵¹⁵.

A partir de lo analizado hasta aquí, pueden realizarse dos clases de observaciones. En primer lugar, me parece claro que, en este caso, se verificó una vez más la mirada, a mi juicio, excesivamente benigna que, usualmente, caracteriza a los operadores judiciales frente a la criminalidad económica. En efecto, tal como intenté demostrar en estas páginas, la fiscalía, frente a uno de los pocos (casi únicos) casos que, por su trascendencia (y, me atrevo a agregar, flagrancia), lograron superar los numerosos filtros que dificultan la llegada de esa clase de hechos al sistema de *enforcement*, optó por frustrar el inicio (¡el inicio!) mismo de la investigación, sin siquiera agotar las perspectivas de análisis que, como se vio, estaban disponibles y debían ser transitadas.

Con independencia de esta clase de actitudes judiciales que, a mi entender, exigen redoblar los esfuerzos institucionales para el tratamiento de este tipo de delitos, hay que reconocer que, frente a un hecho paradigmático como el que acabo de describir, adquieren toda evidencia los defectos en la técnica legislativa utilizada para la incriminación de la manipulación de mercado. Es que, aun vista en su mejor luz, la intrincada estructura del tipo penal hace prácticamente inviable su aplicación. En este sentido, me parece relevante destacar que, según pudo observarse, las exigencias que éste contiene, en definitiva, no resultan coherentes con la (loable) idea de atacar sólo las modalidades de este fenómeno que, de acuerdo con los conocimientos disponibles en la materia, resultan más graves para la lesión del bien jurídico tutelado. Por el contrario, lo que esta configuración de la acción típica termina provocando es que, en definitiva, su aplicación se reducirá a casos que, de casualidad, reúnan las características que exige la ley.

⁵¹⁵ Se verificaría en este supuesto el problema de atribución de autoría por utilización de un instrumento doloso no cualificado.

2. EL TIPO PENAL DE OFRECIMIENTO ENGAÑOSO DE VALORES NEGOCIABLES⁵¹⁶

2.1. Breve referencia a sus fuentes y antecedentes normativos

La única fuente a partir de la cual fueron forjados los tipos penales que constituyen el antecedente directo del actual art. 309.1b) CP es el art. 335 del Código Penal Holandés de 1886, que imponía una pena de dos años:

“Al que encargándose de colocar acciones de un Estado, Provincia, Municipio o establecimiento público, o acciones u obligaciones de una asociación, fundación o sociedad, aconseje al público que las suscriba o tome participación en ellas, sea ocultando o falseando con intención hechos o circunstancias verdaderas, o bien engañándole intencionalmente con hechos o circunstancias falsas”.

Junto con el delito de agiotaje, esta figura fue incluida por primera vez en el Proyecto de 1891, como delito contra la propiedad. Su texto era muy similar al holandés, y se diferenciaba únicamente por la utilización de la expresión “fondos públicos” (más adecuada a la terminología local) y por el reemplazo del verbo “aconsejar” por “colocar”⁵¹⁷. En el Proyecto de 1906, se la trasladó al título relativo a los “Delitos contra la fe pública” y se sustituyó aquella acción típica por la de “ofrecer”⁵¹⁸. Esa formulación fue la que, sin alteraciones, pasó al Proyecto de 1917 y luego el art. 300.2 CP de 1921, que establecía lo siguiente:

⁵¹⁶ Una buena parte de las reflexiones contenidas en el presente apartado fueron expuestas en el artículo de mi autoría titulado: “El ocultamiento de hechos relevantes como conducta constitutiva del delito de ofrecimiento fraudulento de valores negociables”, *Temas de Derecho Penal y Procesal Penal*, 2019 [julio], pp. 489-502. Al efectuar esa publicación, todavía no había avanzado en el estudio de otras temáticas tratadas en el presente trabajo (sobre todo, en la primera parte), a partir de las cuales he depurado mi visión acerca de algunos aspectos de este delito. Ello explica las sutiles diferencias que puedan encontrarse entre las consideraciones efectuadas en dicha monografía y lo que plantearé en las siguientes páginas.

⁵¹⁷ Art. 210.2 Proyecto de CP de 1891 (PIÑERO, N., RIVAROLA, R.; MATIENZO, J. N.): “Será reprimido con penitenciaría de seis meses a dos años: [...] El que colocare fondos públicos o acciones u obligaciones de alguna sociedad o persona jurídica disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas, o afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas”.

⁵¹⁸ En el texto del mencionado proyecto no se desarrolla ninguna explicación para esta modificación: “Señalamos entre las disposiciones nuevas [...] el art. 319, referente a los que hicieren alzar o bajar el precio de las mercaderías, fondos públicos o valores, por medio de noticias falsas, negociaciones fingidas, por reunión o coalición entre los principales tenedores de una mercadería o género, con el fin de no venderla, o de no venderla sino a un precio determinado; el inciso 2o. del mismo artículo, sobre los que

“Serán reprimidos con prisión de seis meses a dos años: [...] 2° el que ofreciere fondos públicos o acciones u obligaciones de alguna sociedad o persona jurídica, disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas o afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas”.

A diferencia de lo ocurrido con el art. 300.1 CP, este delito (al que se conoce como “ofrecimiento fraudulento de efectos”) no fue objeto de mayor atención en los sucesivos proyectos de reforma, que prácticamente se limitaron a reproducir su texto⁵¹⁹. Por otra parte, lo mismo ocurrió con la Ley 26.733, que lo derogó e incluyó en el CP el actual art. 309.1b) CP, que se diferencia de sus antecesores por su ubicación sistemática (bajo el título XIII de los “Delitos contra el orden económico y financiero”) y por su objeto material, que ahora pasaron a ser los “valores negociables e instrumentos financieros”.

El tipo penal a cuyo análisis dedicaré las siguientes páginas dispone, por lo tanto, lo siguiente:

“Art. 309: Será reprimido con prisión de uno (1) a cuatro (4) años, multa equivalente al monto de la operación e inhabilitación de hasta cinco (5) años, el que: [...] b) ofreciere valores negociables o instrumentos financieros, disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas o afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas”.

2.2. Tipo objetivo

Antes de avanzar en el estudio de los elementos normativos y descriptivos que integran el tipo penal de ofrecimiento engañoso de valores negociables e instrumentos

ofrecieren fondos públicos o acciones u obligaciones de una compañía, disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas, o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas; [...] Como podrá observarse, [...] todos los nuevos delitos que creamos en esta parte del código, responden a necesidades manifiestas del orden social, y a la garantía de respetables y primordiales derechos, tanto públicos como privados. Por lo demás, ellos figuran en la mayoría de los códigos extranjeros, especialmente modernos, y no hay razón alguna para que no sean incorporados a nuestra legislación positiva”.

⁵¹⁹ La única excepción es el art. 244, Proyecto de CP de 1979 (SOLER, S.; CABRAL, L.; AGUIRRE OBARRIO, E.) que castigaba con pena de seis meses a dos años y multa no inferior a treinta días, “al que ofreciere al público acciones u obligaciones de una persona colectiva o fondos públicos, disimulando u ocultando circunstancias o hechos verdaderos o afirmando o haciendo entrever circunstancias o hechos falsos, *de modo que pueda resultar perjuicio*” (el destacado me pertenece). En función de ese último agregado, la figura se configuraba como un delito de peligro concreto.

financieros⁵²⁰, corresponde reproducir en esta sección, brevemente, dos aclaraciones ya formuladas al inicio del análisis del art. 309.1a) CP.

La primera se relaciona con los autores consultados. Dada la evidente identidad entre el texto del derogado art. 300.2 CP (que, a diferencia del viejo art. 300.1 CP, sí estaba exclusivamente circunscripto a instrumentos que hoy podrían agruparse bajo la categoría de “valores negociables”) y el actual, a continuación, no sólo me referiré a escasos comentarios escritos respecto de la figura vidente, sino también (y, en ocasiones, especialmente) a otros elaborados con relación al viejo ofrecimiento fraudulento de efectos. Por supuesto, con la salvedad ya efectuada en aquella sección, en lo relativo a la perspectiva del bien jurídico que consideraré tutelado.

En segundo lugar, vale aclarar que aquí también soslayaré el estudio de esta figura con relación a los instrumentos financieros (que están comprendidos como objetos materiales de las conductas típicas), porque éstos forman parte de otro segmento del mercado financiero, que excede el que resulta de interés para esta tesis. En función de esto, me concentraré en las conductas vinculadas con valores negociables y me referiré a aquella otra clase de activos sólo cuando su consideración aporte claridad a alguna cuestión discutida respecto de los primeros.

2.2.1. Alcance del verbo típico “ofrecer”

Como es sabido, ofrecer significa “comprometerse a dar, hacer o decir algo”, “presentar y dar voluntariamente algo” o “manifestar y poner patente algo para que todos lo vean”⁵²¹. Estos sentidos del lenguaje natural comprenden tanto los casos en los que esa acción se dirija desde un sujeto individual a otro sujeto individual determinado, como aquellos en los que se realice desde un sujeto individual a múltiples sujetos indeterminados, desde múltiples sujetos determinados a múltiples sujetos

⁵²⁰ En doctrina, este delito recibe múltiples denominaciones: “ofrecimiento fraudulento” (GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 161; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 606), “ofrecimiento falaz” (ORCE, G. *op. cit.*, p. 651); “oferta engañosa de valores negociables” (PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 155). En lo sucesivo, me referiré indistintamente a cualquiera de ellas.

⁵²¹ RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 11/5/2022.

indeterminados o desde múltiples sujetos determinados a un sujeto individual determinado.

Si cualquiera de esas acepciones encajara en las previsiones del tipo penal, sería ofrecimiento fraudulento de valores negociables tanto la acción llevada a cabo por la empresa que, al poner sus acciones a la venta en el mercado, mintiera al público acerca de su estado de cesación de pagos, como por el inversor titular de acciones compradas en el mercado que propusiera vendérselas en forma directa a un determinado participante, sin anoticiarlo de un embargo judicial dispuesto sobre éstas. Por supuesto que el sentido común nos permite sospechar que algo errado habría en una interpretación de este tipo, en la que dos conductas con posibles efectos radicalmente distintos recaerían bajo una misma calificación y merecerían un mismo tipo de pena.

Frente a ello, la consideración del objeto de tutela actúa como una eficaz faja de contención: si su protección está orientada a un bien común y supraindividual como el “orden económico y financiero” (con independencia de qué es lo que deba entenderse por éste en concreto), las únicas conductas que, por lógica, deberían entrar en su órbita son aquellas capaces de generar una afectación colectiva o, al menos, el peligro de que ésta ocurra.

Más allá de la coherencia de esta interpretación con la ubicación sistemática del tipo penal, su virtud está, además, en ajustarse a la misma naturaleza del mercado de valores negociables en el que, por definición, las transacciones tienen la particularidad de realizarse en forma *generalizada e impersonal*⁵²².

De esta manera, además, el *ofrecimiento* penalmente relevante se compatibiliza perfectamente con el concepto extrapenal de “oferta pública”, eje en torno al cual gira todo el sistema administrativo de protección al inversor (encabezado por la CNV), a la que la ley define del siguiente modo:

“Oferta pública: Invitación que se hace a *personas en general o a sectores o a grupos determinados* para realizar cualquier acto jurídico con valores negociables, efectuada por los emisores, por sus tenedores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches,

⁵²² Estas características han sido especificadas por el legislador al ampliar la definición de valor negociable a todos aquellos instrumentos que “*por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros*” (LMC, art. 2).

letreros o carteles, programas, medios electrónicos incluyendo el uso de correo electrónico y redes sociales, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”⁵²³.

Por supuesto que lo dicho no implica dejar indefenso a ese participante del mercado al que otro inversor le hubiera vendido sus tenencias accionarias, sin anotarlo de un embargo judicial dispuesto sobre éstas. Antes bien, la interpretación propuesta pretende ser coherente con el campo de protección las figuras del título VI CP, orientadas a resguardar el patrimonio particular. A tenor de éstas, en el caso del ejemplo, así como también en todo aquel en el que “el fraude asuma caracteres de ardid dirigido a una persona determinada”⁵²⁴, la figura que primará será la de estafa (o su tentativa).

En función de lo dicho hasta aquí, entonces, el término “ofrecer” debe entenderse, tal como lo sostiene unánimemente la doctrina, en el sentido de un ofrecimiento que está *dirigido a personas indeterminadas*⁵²⁵. Más precisamente, teniendo en mente la definición normativa de “oferta pública”⁵²⁶, corresponde añadir, por un lado, que aquella indeterminación debe considerarse satisfecha no sólo cuando la oferta tenga como destinatarias a las personas que integran el público en general, sino también cuando aquella se dirija a personas que forman parte de un determinado colectivo y son alcanzadas por el ofrecimiento en virtud de su pertenencia a aquel. Y,

⁵²³ LMC, art. 2 (el destacado me pertenece).

⁵²⁴ SOLER, S., *op. cit.* (1951), p. 419.

⁵²⁵ Así, TAZZA, A., *op. cit.*, p. 606; RIQUERT, M., *op. cit.*, p. 2318; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1693; PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 176; GUZMÁN, N., *op. cit.*, pp. 165-170; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 681. “En función de ello, deberán considerarse comprendidas bajo esa noción las captaciones de fondos que provengan de personas que hayan sido alcanzadas a través de ofrecimientos relativamente impersonales tales como los que pueden llevarse a cabo mediante la distribución de folletería en la vía pública o en eventos, la realización de campañas de *email marketing* y, por supuesto, la publicación de anuncios en diarios o internet” (BASSO, M., “Emprendimientos de inversión colectiva y delito de captación de ahorro del público no autorizada”, *Temas de Derecho Penal y Procesal Penal*, 2020 [diciembre], p. 1298).

⁵²⁶ Con relación al viejo art. 300.2 CP, algunos autores interpretaban al verbo “ofrecer”, específicamente, en el sentido de oferta pública contenido en la por entonces vigente Ley de Oferta Pública 17.811 (ROTMAN, E., *op. cit.*, pp. 82-83; NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 227; LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, pp. 298-300). Respecto del actual 309.1b) CP, Guzmán aclara que, si bien esto sigue rigiendo con relación a los valores negociables, debe entenderse que, de la inclusión de los instrumentos financieros como instrumentos del delito, deriva la necesidad de considerar incluidas bajo el tipo penal también a los ofrecimientos que no encajan específicamente bajo la legislación del mercado de capitales como, por ejemplo, los de “aquellos instrumentos que son ofrecidos en el mercado bancario (depósitos a plazo, depósitos en caja de ahorro, etcétera) y en otros ámbitos que también integran el mercado financiero (por ejemplo, tarjetas de crédito emitidas por empresas que no son entidades financieras)” (GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 166).

por el otro, que la acción típica puede ser llevada a cabo por cualquier medio, es decir, tanto a través de los mercados institucionales, como por *fuera* de éstos⁵²⁷.

Aquella aclaración semántica no agota las precisiones que deben realizarse para delimitar razonablemente los alcances del tipo penal. En efecto, queda todavía pendiente dilucidar cuál es el ámbito en el que ese ofrecimiento puede tener lugar. Ante todo, corresponde recordar que, tal como ya expliqué⁵²⁸, los mercados de capitales se subdividen en dos segmentos: el de la negociación primaria y el de la negociación secundaria. La primera discusión, por tanto, se centra en determinar si un ofrecimiento, para ser penalmente relevante, debe realizarse en alguno de éstos en particular o si, en cambio, puede tener lugar en cualquiera de los dos.

Esta cuestión ya había sido discutida durante la vigencia del delito de ofrecimiento fraudulento de efectos. Por entonces, la duda surgía porque, como se vio, el tipo penal que había servido como fuente exclusiva para el legislador local era el art. 335 del Código Penal Holandés de 1886, que circunscribía la acción típica a la de quien estuviera encargado de *colocar* acciones y ese término había sido trasladado directamente al Proyecto de 1891. En cambio, en el Proyecto de 1906, cuyo texto había pasado sin alteraciones al CP de 1921, se lo había sustituido por el de *ofrecer*, sin que fueran explicitadas las razones de esa modificación.

En ese contexto, en el único pronunciamiento judicial dictado al respecto⁵²⁹, la mayoría había entendido que, dado que el legislador había guardado silencio acerca de los motivos de aquella sustitución, debía excluirse la interpretación que admitiera la

⁵²⁷ Así, LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 299. En efecto, el legislador local adoptó una definición de oferta pública que comprende *cualquier* tipo de ofrecimiento para la realización de actos jurídicos con valores negociables, sin limitarlos a aquellos que se materializan en operaciones en los recintos bursátiles. La razón es simple: dado que el encuadre de una actividad bajo la definición de oferta pública es lo que dispara la aplicación del régimen de protección del inversor que constituye el núcleo de toda la normativa argentina del mercado de capitales (y, especialmente, de la actividad de la CNV), no podían ser dejadas fuera de ésta las actividades que sea realizadas en forma externa a los mercados formales, porque lo contrario equivaldría a liberar el terreno para el surgimiento de ofrecimientos exentos del control estatal. En este sentido, la adopción de un concepto amplio de oferta pública implica una postura estatal focalizada en la protección del público inversor. En función de ello, la interpretación del tipo penal que se propone es la única posible si se procura realizar una aplicación del tipo penal coherente con la finalidad tuitiva que inspira a todo el ordenamiento dedicado a regular la actividad de este sector del mercado financiero. A mi juicio, entonces, una interpretación que, en cambio, pretendiera reducir el alcance del tipo penal a los ofrecimientos que tienen lugar en los mercados formales, sería *contra legem* y, por lo tanto, estaría vedada a los responsables de la aplicación del derecho sustantivo.

⁵²⁸ *Vid.* cap. I, apartado 1.

⁵²⁹ Cámara Nacional de Apelaciones en los Penal Económico, Sala I, “Banco Buenos Aires del Plata S.A.”, resolución del 19/10/1970 (LL 142-409).

tipicidad de las conductas llevadas a cabo en el mercado secundario. En otras palabras, los jueces que conformaron ese voto habían considerado que, si aquel hubiera querido extender el ámbito de punibilidad (o, lo que es igual, restringir la libertad), habría explicitado las razones. Por lo tanto, como ello no había ocurrido, correspondía interpretar la modificación en el sentido de que, con ella, únicamente se había buscado transformar a la figura en una de peligro, eliminando la exigencia de que la colocación efectivamente tuviera lugar⁵³⁰.

Esa posición no había encontrado adhesiones en la doctrina⁵³¹ que se pronunció al respecto, cuyos exponentes, en cambio, se habían inclinado por la postura del voto de la disidencia⁵³². Esto era, a mi juicio, lo correcto, pues no correspondía priorizar la reconstrucción histórica de la disposición, cuando su tenor literal era claro: en el mercado de capitales, el concepto de ofrecimiento no puede, de modo alguno, entenderse limitado a los supuestos de concepto de primera colocación⁵³³.

Con relación al art. 309.1b), afirma Guzmán que la discusión ha quedado resuelta a partir de la inclusión de los instrumentos financieros como posibles objetos del ofrecimiento fraudulento. Para este autor, dado que, en muchos casos, esta clase de activos se ofrecen al público sin atravesar un proceso análogo al de la oferta inicial, ahora no quedarían dudas de que la prohibición penal alcanza a ambos segmentos⁵³⁴. Esta visión no puede más que compartirse, sobre todo, si se atiende a que, desde la sanción de la LMC, la definición de valor negociable incluye activos que únicamente se negocian en los mercados secundarios⁵³⁵.

En síntesis, de acuerdo con lo dicho hasta aquí, corresponde entender que el ofrecimiento al que alude el art. 309.1b) CP es el que se dirige a destinatarios

⁵³⁰ *Vid.* voto del Dr. Giaccio Nóbrega y del Dr. Romero.

⁵³¹ *Vid.* al respecto NAVARRO, G., *op. cit.*, pp. 60-61; LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 301; DONNA, E., *op. cit.*, pp. 316-318.

⁵³² Voto del Dr. Sarsfield Otero.

⁵³³ Por otra parte, el argumento de la necesidad de explícita fundamentación no se sostenía siquiera dentro de la misma lógica interna del pronunciamiento. Si, según la mayoría, la sustitución del verbo “colocar” por “ofrecer” había implicado transformar la figura de una de resultado (de lesión o de peligro concreto) a uno de mera actividad, ello también habría comportado una extensión del ámbito de la punibilidad. De acuerdo con su misma argumentación, por lo tanto, habría sido necesario que el legislador hubiera manifestado los motivos de esa decisión, lo que tampoco había ocurrido.

⁵³⁴ En este sentido, GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 166

⁵³⁵ Por ejemplo, los cheques de pago diferido, las letras de cambio, los pagarés, los certificados de depósito y warrants y los certificados de plazo fijo, cuya negociación está reglamentada en el cap. V de las Normas CNV, secciones X a XVII.

indeterminados, tanto por fuera del mercado, como dentro de éste (en sus segmentos primario y secundario).

2.2.2. Modalidades comisivas: la mentira y el engaño (comisivo y omisivo)

A partir de la simple lectura del tipo penal, salta inmediatamente a la vista que la acción típica (ofrecer) debe ir acompañada⁵³⁶ de uno o más comportamientos que, según la misma descripción allí contenida, pueden ser activos u omisivos. En el primer caso, lo que se exige es que quien ofrece lo haga afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas y, en el segundo, que aquel oculte o disimule hechos o circunstancias verdaderas⁵³⁷. Cabe, entonces, especificar en qué consisten estas conductas, así como también cuáles es el alcance de los hechos y las circunstancias a los que deben estar referidas.

Tal como ya fue analizado en otra sección de este trabajo⁵³⁸, realizar una afirmación cuyo objeto es falso (es decir, contrario a la verdad) equivale a *mentir*. Por otra parte, hacer que otro entrevea algo significa generar que ese otro conjeture con relación a ese algo. Por lo tanto, si lo que se hace entrever es falso, se estará, sencillamente, *engañando* al otro. La diferencia entre una acción y otra, por lo tanto, radica en que el alcance del error en el que caiga el receptor dependerá, en el caso de la mentira exitosa, directamente de los términos en los que la comunicación fue realizada. En cambio, en el caso del engaño exitoso, como se vio, el receptor del mensaje integra lo que éste deja entrever con su propia conjetura. En este sentido, la acción de hacer entrever una falsedad configura una forma de engaño más sutil que la de afirmarla⁵³⁹.

Por otra parte, tal como también se especificó, el engaño también puede ser llevado a cabo mediante omisiones. A esto alude el tipo penal cuando refiere al ocultamiento y la disimulación. Es verdad, desde cierta perspectiva, podría alegarse que para ocultar o disimular hechos o circunstancias es necesario “hacer algo” (como, por

⁵³⁶ Esto es claro desde un punto de vista sintáctico porque los gerundios “disimulando”, “ocultando”, “afirmando” y “haciendo entrever” se usan como complementos circunstanciales de modo del verbo típico “ofrecer”.

⁵³⁷ Así, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 175.

⁵³⁸ *Vid.* cap. IV, apartado 2.1.

⁵³⁹ *Cfr.* FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 681.

ejemplo, alterar los balances de una emisora o publicarlos sin que contengan la información que se oculta), pero esas acciones no son más que actos preparatorios o, según el caso, el ardid que puede rodear a la conducta típica que, con relación a los hechos o circunstancias verdaderos, no exige más que el ofrecimiento de valores negociables *sin* informar a sus destinatarios (o sin hacerlo de manera completa) acerca de determinada información⁵⁴⁰.

En cuanto a qué es lo que se afirma falsamente (o se hace entrever) y qué es lo que se oculta (o se disimula), la ley indica que son “hechos y circunstancias”. A esta altura del análisis, también es claro a qué se alude con lo primero: son hechos los acontecimientos (aquello que sucede en la realidad) y no las apreciaciones subjetivas (opiniones, pronósticos, estimaciones)⁵⁴¹. Lo que, en cambio, plantea alguna dificultad en su interpretación es la referencia a las “circunstancias” pues, al estar unidas a los “hechos” mediante una conjunción disyuntiva, todo indica que se trata de cosas entre sí distintas. Al respecto, según pude reconstruir, no se detuvo la doctrina. A mi juicio, lo que debe entenderse por aquellas es el conjunto de elementos que contribuyen a especificar un hecho⁵⁴²: así, por ejemplo, se estará afirmando una circunstancia falsa si se dijera que determinado hecho (realmente ocurrido) tuvo lugar en una fecha distinta a aquella en la que aconteció o se estará ocultando una circunstancia verdadera si se lo comunicara (en este caso, esta sería la faz activa del comportamiento), pero omitiendo especificar su fecha.

En cambio, la pregunta que absolutamente todos los autores sí se formulan es aquella vinculada con cuáles son los hechos o circunstancias que dan lugar a comportamientos relevantes desde el punto de vista jurídico-penal. La respuesta también es unánime: debe tratarse, exclusivamente, de aquellos que tienen cierta

⁵⁴⁰ Así, Orce quien compara al art. 309.1b) CP con la estafa de inversión de capitales del derecho germánico y afirma: “es claro que esta ‘estafa recortada’ *no requiere un ardid*, sino que basta ya con 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” (ORCE, G., *op. cit.*, p. 653, el destacado me pertenece).

⁵⁴¹ Aunque, como ya se dijo (*vid.* apartado 1.2.2. de este mismo capítulo), sí es un hecho que “alguien opine determinada cosa”. Con todo, como también se especificó en aquella oportunidad, la relevancia de esta clase de hechos desde la perspectiva del tipo penal depende de las exigencias que se presenten a la hora de examinar si una determinada conducta generó un riesgo no permitido y si ese riesgo no permitido se realizó en el resultado.

⁵⁴² Éste es, en efecto, el significado de la palabra “circunstancia”: accidente de tiempo, lugar, modo, etc. que está unido a la sustancia de algún hecho (RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 24/6/2022).

relevancia. Ahora bien, con relación a cuál es el criterio para determinar cuándo puede decirse que ésta se encuentra satisfecha, las posiciones ya presentan ciertos matices que las diferencian: en la actualidad⁵⁴³, Paolantonio entiende que debe tratarse de hechos y circunstancias que se refieran a “aspectos relevantes de la oferta”⁵⁴⁴; Tazza y Riquert lo circunscriben a aquellos que tengan aptitud para incidir en la cotización⁵⁴⁵; Aboso, por su parte, especifica que los hechos y circunstancias verdaderas deben ser “perjudiciales” y que los falsos deben “aparecer más beneficiosos” para las respectivas ofertas⁵⁴⁶; por último, Guzmán recoge la formulación de la LMC⁵⁴⁷ y, sobre esa base, entiende que los hechos y circunstancias del art. 309.1b) CP son “todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables o el curso de su negociación”⁵⁴⁸.

Esta última visión me parece preferible por razones de distinto orden. En primer lugar, porque toma como punto de referencia la incidencia que determinado hecho (o circunstancia) puede tener en la colocación o en el curso de la negociación. En este sentido, es superadora con relación a otras formulaciones que giran entorno a categorías como la “relevancia”, el carácter “beneficioso” o “perjudicial”, cuya apreciación es enteramente subjetiva. En otras palabras, por más de que también la “sustancialidad” que, según la LMC, debe revestir el impacto en el mercado sea una cuestión sujeta a

⁵⁴³ Con relación al delito de ofrecimiento fraudulento de efectos, Rotman afirmaba que debía tratarse de hechos y circunstancias con “apreciable entidad objetiva para poder inferir la eficacia determinante ‘in abstracto’ del engaño” (ROTMAN, E., *op. cit.*, p. 91). Por su parte, Navarro se refería a “hechos particularmente graves y determinantes” y, a renglón seguida, precisaba que sólo debían ser tenidos en cuenta aquellos que son “influyentes de manera absoluta sobre la naturaleza de los títulos, su carácter o sus condiciones actuales de existencia” (NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 60, el destacado me pertenece). Esa limitación a supuestos de influencia en términos absolutos implicaba una interpretación sumamente restrictiva del precepto, porque implicaba excluir su aplicación en casos en que los hechos y circunstancias no tuvieran incidencia “decisiva” en virtud de la influencia de otros “factores desconocidos y aleatorios” (NAVARRO, G., *op. cit.*, pp. 59-60, con cita del voto del Dr. Sarsfield Otero, en el fallo de LL 142-409).

⁵⁴⁴ PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 176.

⁵⁴⁵ Tazza refiere que deben ser hechos y circunstancias que guarden “relación con el precio o valor de tales instrumentos y ser capaces de influir en ello, como para obtener el consenso de quienes puedan verse interesados en adquirirlos o negociarlos de algún modo” (TAZZA, A., *op. cit.*, p. 607); Riquert habla de incidencia en el valor de lo ofrecido (RIQUERT, M., *op. cit.*, p. 2318). El criterio de la incidencia en el precio ya estaba presente en los comentarios de algunos autores, referidos al viejo art. 300.2 CP: por ejemplo, Laje Anaya hablaba de “hechos o circunstancias que de haber sido realmente conocidos hubieran operado una baja en la cotización” (LAJE ANAYA, J., *op. cit.*, p. 301); Creus y Buompadre se referían a incidencia en la “disminución” o “aumento ficticio del valor” (CREUS, C; BUOMPADRE, J., *op. cit.*, p. 540).

⁵⁴⁶ ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1693. Este autor replica el criterio de DONNA, E., *op. cit.*, p. 315, quien, a su vez, lo había tomado de NÚÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 227.

⁵⁴⁷ GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 171.

⁵⁴⁸ LMC, art. 99.I.a).

cierta discrecionalidad por parte de quien debe juzgar en concreto si un hecho queda o no atrapado por el tipo penal, la pauta a seguir es más objetiva: lo que deberá establecerse es si determinado hecho o circunstancia sería *ex ante* apto para producir aquel resultado. En este sentido, cabe mencionar que, junto con aquella definición, la normativa dictada por la CNV contiene un catálogo detallado acerca de cuáles hechos y circunstancias, en principio, pueden satisfacer aquella condición⁵⁴⁹. Si bien se trata de

⁵⁴⁹ Normas CNV, tít. XII, cap. I., sección II, art. 2: “La enumeración siguiente es ejemplificativa de la obligación impuesta en el artículo anterior y no releva a las personas mencionadas de la obligación de informar todo otro hecho o situación aquí no enunciado:

- 1) Cambios en el objeto social, alteraciones de importancia en sus actividades o iniciación de otras nuevas.
- 2) Enajenación de bienes del activo fijo que representen más del QUINCE POR CIENTO (15%) de este rubro según el último balance.
- 3) Renuncias presentadas o remoción de los administradores y miembros del órgano de fiscalización, con expresión de sus causas, y su reemplazo.
- 4) Decisión sobre inversiones extraordinarias y celebración de operaciones financieras o comerciales de magnitud.
- 5) Pérdidas superiores al QUINCE POR CIENTO (15%) del patrimonio neto.
- 6) Manifestación de cualquier causa de disolución con indicación de las medidas que, dado el caso, vayan a proponerse o adoptarse cuando la causa de disolución fuere subsanable.
- 7) Iniciación de tratativas para formalizar un acuerdo preventivo extrajudicial con todos o parte de sus acreedores, solicitud de apertura de concurso preventivo, rechazo, desistimiento, homologación, cumplimiento y nulidad del acuerdo; solicitud de concurso por agrupamiento, homologación de los acuerdos preventivos extrajudiciales, pedido de quiebra por la entidad o por terceros, declaración de quiebra o su rechazo explicitando las causas o conversión en concurso, modo de conclusión: pago, avenimiento, clausura, pedidos de extensión de quiebra y responsabilidades derivadas.
- 8) Hechos de cualquier naturaleza y acontecimientos fortuitos que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de sus actividades, incluyendo hechos que generen o puedan generar afectaciones de importancia al ambiente, especificándose sus consecuencias.
- 9) Causas judiciales de cualquier naturaleza, que promueva o se le promuevan, de importancia económica significativa o de trascendencia para el desenvolvimiento de sus actividades, incluyendo causas de importancia relativas al ambiente; causas judiciales que contra ella promuevan sus accionistas; y las resoluciones relevantes en el curso de todos esos procesos.
- 10) Celebración y cancelación de contrato(s) de licencia o franquicia, de agrupamientos, de colaboración y uniones transitorias de empresas con reseña de las principales perspectivas razonablemente esperadas.
- 11) Atraso en el cumplimiento de las obligaciones asumidas en los valores representativos de deuda con suficiente identificación de las consecuencias que puedan derivar de tal incumplimiento.
- 12) Gravamen de los bienes con hipotecas o prendas cuando ellas superen en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto.
- 13) Todos los avales y fianzas otorgados, con indicación de las causas determinantes, personas afianzadas y monto de la obligación, cuando superen en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto, así como los otorgados por operaciones no vinculadas directamente a su actividad cuando superen el UNO POR CIENTO (1%) de su patrimonio neto. Las entidades financieras, cuando otorguen avales, fianzas y garantías dentro de su operatoria normal y de acuerdo a su objeto social, sólo deberán informar en la forma establecida en el Título “Régimen Informativo Periódico”.
- 14) Adquisición o venta de acciones u obligaciones convertibles de otras sociedades, sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 31 y 32 de la Ley N° 19.550 y 7° del presente Título, cuando las sumas excediesen en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto de la inversora o de la sociedad participada.
- 15) Contratos de cualquier naturaleza que establezcan limitaciones a la distribución de utilidades o a las facultades de los órganos sociales, con presentación de copia de tales contratos.
- 16) Hechos de cualquier naturaleza que afecten o puedan afectar en forma sustancial la situación económica, financiera o patrimonial de las sociedades controladas y controlantes en el sentido del artículo

33 de la Ley N° 19.550, inclusive la enajenación y gravamen de partes importantes de su activo y afectaciones de importancia al ambiente.

17) Autorización, suspensión, retiro o cancelación de la negociación respecto de la emisora en el país o en el extranjero.

18) Sanciones de importancia económica significativa o de trascendencia para el desenvolvimiento de sus actividades impuestas por autoridades de control, incluyendo autoridades competentes de control ambiental, aun cuando no se encuentren firmes.

19) Acuerdos de sindicación de acciones.

20) Contratos que reúnan las características de significatividad económica o habitualidad, que celebre, directa o indirectamente, con los integrantes de sus órganos de administración, fiscalización y/o gerentes, o con personas jurídicas controladas por estos, con envío de copia de los instrumentos suscriptos.

21) Cambios en las tenencias que configuren el o los grupos de control, en los términos del artículo 33, inciso 1° de la Ley N° 19.550, afectando su formación.

22) Decisión de adquirir, en los términos del artículo 220 inciso 2° de la Ley N° 19.550, sus propias acciones, con indicación de:

a) Explicación pormenorizada del daño grave que se pretende evitar y de por qué tales adquisiciones se aprecian como medio idóneo para evitarlo.

b) Plazo en el que las adquisiciones se llevarán a cabo.

c) Rango de precios a los que la sociedad esté dispuesta a efectuarlas.

d) Cantidad máxima de acciones a adquirir.

23) Fecha, cantidad, precio por acción y monto total de cada adquisición ejecutada en cumplimiento de la decisión referida en el inciso anterior.

24) Decisión de adquirir las acciones que hubiera emitido, en tanto estén admitidas a la oferta pública, y listadas por parte de un mercado. Se deberá respetar el principio de trato igualitario entre todos los accionistas y el derecho a la información plena de los inversores. Son condiciones necesarias para toda adquisición de sus acciones por la sociedad emisora las siguientes:

a) Que las acciones a adquirirse se hallen totalmente integradas.

b) Que medie resolución fundada del Directorio con informe del Comité de Auditoría y de la Comisión Fiscalizadora. La resolución del Directorio deberá establecer la finalidad de la adquisición, el monto máximo a invertir, la cantidad máxima de acciones o el porcentaje máximo sobre el capital social que será objeto de adquisición y el precio máximo a pagar por las acciones, debiendo el Directorio brindar a accionistas e inversores información amplia y detallada.

c) Que la adquisición se efectúe con ganancias realizadas y líquidas o con reservas libres o facultativas, debiendo la sociedad acreditar ante la Comisión que cuenta con la liquidez necesaria y que dicha adquisición no afecta la solvencia de la sociedad.

d) Que el total de las acciones que adquiera la sociedad, incluidas las que hubiera adquirido con anterioridad y permanecieran en su poder, en ningún caso excedan del límite del DIEZ POR CIENTO (10%) del capital social.

25) Tenencia indirecta de acciones propias que integren el patrimonio de un establecimiento adquirido o sociedad incorporada, de conformidad con el inciso 3° del artículo 220 de la Ley N° 19.550.

26) Decisión de enajenar las acciones adquiridas en los términos de los incisos 2° y 3° del artículo 220 de la Ley N° 19.550.

27) Decisión de enajenar las acciones que hubiera emitido, en tanto estén admitidas a la oferta pública, y listadas por parte de un mercado, en los términos del artículo 65 y siguientes de la Ley N° 26.831.

28) Fecha, cantidad, precio y monto total de cada enajenación ejecutada en cumplimiento de la decisión referida en el inciso anterior.

29) Decisión de contratar los servicios de agentes de calificación de riesgos para calificar sus valores negociables.

30) Obtención de calificaciones contemporáneas dispares respecto de idéntico valor negociable, cuando difieran de letra o en más de un grado.

31) Rescisión, unilateral o consensuada, del contrato con un agente de calificación de riesgos, explicando los motivos en que se funda.

32) Decisiones adoptadas que establezcan o modifiquen planes, sistemas o modalidades de recompensas y reconocimientos que estructuran la remuneración total de los integrantes del órgano de administración, de fiscalización, comités especiales y empleados, con presentación de copia de tales documentos.

33) Aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones de acciones, aceptados por reunión del directorio, con independencia de lo previsto en el Capítulo "Aportes Irrevocables a Cuenta de Futuras Emisiones y Capitalización de Deudas de la Emisora".

una enumeración meramente ejemplificativa, la casuística allí incluida ofrece un parámetro de suma utilidad para el intérprete penal que, sobre esa base, podrá establecer la *materiality* de la información verdadera que fue disimulada u ocultada y de la información falsa que fue afirmada o hecha entrever a través.

Por otra parte, al hacer referencia tanto a la colocación como al curso de negociación, queda explícito que el ofrecimiento que configura la acción típica es tanto el que tiene lugar en el ámbito de la oferta inicial de valores negociables, como en los mercados secundarios.

Sumado a ello, cuando los hechos o circunstancias se interpretan en función del alcance anteriormente mencionado, se armoniza la prohibición penal con el resto del ordenamiento. En este sentido, la noción de “hecho relevante”⁵⁵⁰ del derecho administrativo pasa a constituir un requisito básico para la procedencia del reproche penal, lo cual es coherente con el principio de fragmentariedad. Más claramente: las conductas que respondan a la descripción de la acción típica, pero no involucren hechos o circunstancias aptas para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables o el curso de su negociación, deberán quedar excluidas del ámbito de aplicación de la figura en cuestión porque éstas son inclusive irrelevantes para la aplicación de prohibiciones (y sanciones) no penales. Como dije, se trata de un límite de mínima. Entonces, aquellas que sí satisfagan aquel requisito, pero no resulten idóneas para afectar al interés que constituye el objeto de la tutela penal, también deberán quedar exentas de reproche.

Esto último vincula con un aspecto sobre el que se volverá más adelante, pero que vale la pena dejar señalado ya desde aquí: el hecho de restringir la mentira y el engaño (comisivo u omisivo) penalmente relevante únicamente a aquellos que tienen

34) Despidos de trabajadores, con causa o sin ella, que representen un DIEZ POR CIENTO (10%) del número total que prestan servicios en la entidad o en sus plantas industriales, dentro de un período de SEIS (6) meses, debiendo en tal supuesto enviarse a la Comisión la información sobre la nómina de los trabajadores despididos, el motivo de la desvinculación, la fecha de ingreso, la indemnización que le fuere abonada –en su caso-, y la incidencia de los despidos en el patrimonio de la entidad, evaluando la contingencia de formulación de juicios laborales.

35) De los estados contables por el período anual aprobados:

a) El resultado del ejercicio dividido en ordinario y extraordinario si correspondiese;

b) El detalle del patrimonio neto discriminado por rubros y montos;

c) Sus propuestas en materia de distribución de dividendos en efectivo y en especies y las capitalizaciones de ganancias de ajustes monetarios del capital y de otros conceptos. Si no efectuara propuestas en materia de distribución de dividendos, detalle de los motivos por la cual no ha podido efectuarla.

⁵⁵⁰ Con esta denominación las Normas CNV hacen referencia a aquello que la LMC se define en los términos anteriormente expresados.

por objeto información que es en abstracto idónea para producir una modificación en el plano fáctico compatibiliza la interpretación del tipo penal con una visión respetuosa del principio de daño. Sin ahondar todavía en la cuestión acerca de si la figura bajo análisis debe ser entendida como un delito de resultado de lesión o de peligro concreto, o de peligro abstracto, lo que desde ahora queda claro es que bajo ésta deben quedar atrapadas únicamente conductas dotadas de “idoneidad lesiva para el bien jurídico protegido”⁵⁵¹.

Por último, la conexión que esta interpretación traza con el derecho administrativo ofrece la clave para dar respuesta a un interrogante cuya respuesta es particularmente compleja en el caso del delito previsto en el art. 309.1b). Me refiero, específicamente, a la delimitación de quiénes pueden ser sus autores y partícipes. Esta es la cuestión de la que me ocuparé en el siguiente apartado.

2.2.3. *Autoría y participación: ¿delito de dominio o de infracción de deber?*

Una primera lectura del art. 309.1b) CP llevaría a concluir que éste tiene la estructura de un delito común. En principio, esto es coherente con la interpretación de la acción típica desarrollada en el apartado precedente: dado que el ofrecimiento al que aquel alude es el que tiene lugar no sólo dentro, sino también fuera de los ámbitos de negociación institucionales, como regla general, no es necesaria ninguna calificación especial para ser su autor⁵⁵². Sin embargo, a lo dicho debe agregarse que, en el contexto de los mercados formales (es decir, organizados como entidades oficialmente reconocidas, regidas por reglas), no cualquiera puede ofrecer valores negociables, sino sólo quien haya obtenido la correspondiente autorización de oferta pública otorgada por

⁵⁵¹ GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 177.

⁵⁵² Corresponde aclarar aquí lo siguiente: cualquier oferta pública exige la autorización previa de la CNV. La acción de quien realiza una oferta pública de valores negociables sin haber cumplido ese requisito configura un supuesto infraccional y es susceptible de sanciones administrativas (LMC, art. 117, inc. c). Si, además, el ofrecimiento alcanza un estadio ulterior, consistente en la recepción de fondos para ser aplicados a la adquisición de los valores negociables ofrecidos, se configura el tipo penal de “captación de ahorro no autorizada”, previsto en el art. 310, segundo párrafo, CP. Por lo tanto, si un ofrecimiento carece de la correspondiente autorización y, al mismo tiempo, se realiza ocultando (o disimulando) hechos o circunstancias verdaderas o afirmando (o haciendo entrever) hechos o circunstancias falsas, la conducta también será pasible de encuadrar bajo las previsiones del art. 309.1b) CP, que concurrirá idealmente (art. 54 CP) con el delito previsto en el art. 310, segundo párrafo, CP.

la CNV, en función de lo establecido en la LMC, arts. 19.b)⁵⁵³ y 80 a 84⁵⁵⁴. De ahí se sigue que, cuando el tipo penal está referido a esos ámbitos, sus posibles autores sí se limitan a un círculo específico de participantes⁵⁵⁵, concretamente, los emisores y los

⁵⁵³ LMC, art. 19.b): “Atribuciones. La Comisión Nacional de Valores será la autoridad de aplicación y contralor de la presente ley y, a tal fin, tendrá las siguientes funciones: [...] b) Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones”.

⁵⁵⁴ LMC, art. 80: “Facultades. La Comisión Nacional de Valores será la autoridad de aplicación y autorización de la oferta pública de valores negociables en todo el ámbito de la República Argentina. El citado organismo podrá disponer, cuando así lo considere, la precalificación de autorización de oferta pública de los valores negociables al inicio del trámite, por las bolsas y mercados, la que se sujetará a las formalidades y requisitos que a estos efectos reglamente el organismo”.

Art. 81: “Facultades regulatorias. La Comisión Nacional de Valores podrá establecer regímenes diferenciados de autorización de oferta pública de acuerdo con las características objetivas o subjetivas de los emisores y/o de los destinatarios de los ofrecimientos, el número limitado de éstos, el domicilio de constitución del emisor, los montos mínimos de las emisiones y/o de las colocaciones, la naturaleza, origen y/o especie de los valores negociables, o cualquier otra particularidad que lo justifique razonablemente. Toda negociación de instrumentos que, a criterio de la Comisión Nacional de Valores, comprenda características semejantes a la oferta pública definida en la presente ley se considerará como tal y se someterá a las normas de la Comisión Nacional de Valores”.

Art. 82: “Objeto y sujetos de la oferta pública. Pueden ser objeto de oferta pública los valores negociables emitidos o agrupados en serie que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo y todos aquellos instrumentos financieros que autorice la Comisión Nacional de Valores. *Pueden realizar oferta pública de valores negociables u otros instrumentos financieros las entidades que los emitan y los agentes registrados autorizados a estos efectos por la Comisión Nacional de Valores.* El citado organismo podrá dictar normas estableciendo y reglamentando supuestos específicos conforme a los cuales se considere que una oferta de valores negociables no constituye una oferta pública sino privada, para lo cual podrá tomar en consideración los medios y mecanismos de difusión, ofrecimiento y distribución y el número y tipo de inversores a los cuales se destina la oferta” (el destacado me pertenece).

Art. 83: “Valores emitidos por entes públicos. La oferta pública de valores negociables emitidos por la Nación, las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, los entes autárquicos, así como por los organismos multilaterales de crédito de los que la República Argentina fuere miembro no está comprendida en esta ley. Se considera oferta pública sujeta a las disposiciones de esta ley, la negociación de los valores negociables citados cuando la misma se lleve a cabo por una persona humana o jurídica privada, en las condiciones que se establecen en el artículo 2º de la presente ley. La oferta pública de valores negociables emitidos por Estados extranjeros, sus divisiones políticas y otras entidades de naturaleza estatal del extranjero en el territorio de la República Argentina deberá ser autorizada por el Poder Ejecutivo nacional, con excepción de las emisiones de los Estados nacionales de los países miembros del Mercado Común del Sur (Mercosur), las que tendrán oferta pública automática bajo condición de reciprocidad”.

Art. 84: “Procedimiento de autorización. La Comisión Nacional de Valores debe resolver la solicitud de autorización para realizar oferta pública dentro del plazo de treinta (30) días hábiles contados a partir del momento en que queda reunida toda la documentación a satisfacción de la Comisión Nacional de Valores y no se formularen nuevos pedidos u observaciones. Cuando vencido dicho plazo no se hubiera expedido el interesado puede requerir pronto despacho. A los quince (15) días hábiles de presentado este pedido si la Comisión Nacional de Valores no se hubiera pronunciado se considera concedida la autorización, salvo que aquélla prorrogue el plazo mediante resolución fundada. Dicha prórroga no puede exceder de quince (15) días hábiles a partir de la fecha en que se disponga. Vencido este nuevo plazo la autorización se considera otorgada. La autorización para efectuar oferta pública de determinada cantidad de valores negociables, contratos, a término, futuros u opciones de cualquier naturaleza u otros instrumentos financieros no importa autorización para el ofrecimiento de otros emitidos por el mismo emisor, aún cuando tengan las mismas características. La denegatoria no podrá fundarse en razones de oportunidad, mérito o conveniencia”.

⁵⁵⁵ En igual sentido, NAVARRO, G., *op. cit.*, pp. 49-50.

agentes autorizados⁵⁵⁶. En lo relativo a esos entornos de negociación, por lo tanto, la figura se transforma en un delito especial propio, porque sólo puede ser su autor quien revista una determinada condición *jurídica* o, más precisamente, la de *oferente autorizado*.

Con relación al mercado primario, esto no reviste mayor dificultad: los emisores, una vez que obtienen la correspondiente autorización para ingresar en el régimen de oferta pública, ostentan el rol exigido por la figura y dominan el hecho típico: en efecto, ellos son propiamente quienes ponen los valores a disposición del público, para que este último los adquiera y negocie con éstos⁵⁵⁷. Por supuesto que, para ello, es posible que se valgan de una serie de agentes (por ejemplo, agentes de colocación y distribución o agentes de calificación de riesgos), cuya intervención puede, inclusive, estar legalmente exigida. De acuerdo con las reglas tradicionales en materia de autoría y participación⁵⁵⁸, los emisores que lleven a cabo el ofrecimiento mintiendo o engañando en los términos anteriormente descritos, responderán a título de autores⁵⁵⁹. Por su parte, los agentes que, en su calidad de oferentes autorizados, tomen parte en el ofrecimiento público podrán responder, en función de sus distintos grados de intervención, tanto a título de coautores⁵⁶⁰ como de partícipes⁵⁶¹, claro está, en la medida en que concurra respecto de ellos la parte subjetiva del tipo.

⁵⁵⁶ LMC, art. 82.

⁵⁵⁷ Típicamente, la instancia natural para el ofrecimiento y difusión de información de valores de primera creación está dada por la publicación del denominado prospecto de emisión. Se trata de un documento escrito, cuya publicación comporta, precisamente, la oferta pública de los valores en cuestión. Sus requisitos de forma y contenido están estrictamente definidos por la CNV y, en síntesis, consisten en que el documento esté redactado en un lenguaje sencillo y claro para la generalidad de los lectores y que contenga información acerca del emisor (su estructura, sus políticas, los factores de riesgo que inciden sobre él y su actividad, sus activos fijos y sus antecedentes financieros); de sus accionistas o socios y partes relacionadas y de los miembros de su órgano de administración, fiscalización, vigilancia y auditoría. Este documento deberá estar disponible para su consulta por parte de los potenciales inversores tanto en la página web de la CNV (en la sección denominada “Autopista Financiera”), como en los sistemas informáticos de los mercados en los que se vayan a negociar los valores. El prospecto de emisión es, entonces, la fuente de información que, por excelencia, considerarán los inversores a la hora de decidir adquirir valores negociables en el mercado primario y en el que éstos confiarán.

⁵⁵⁸ *Vid.*, por todos, MIR PUIG, S., *op. cit.*, § 26-32, pp. 383-386; § 2, pp. 403-404; § 34-46, pp. 412-414.

⁵⁵⁹ La cuestión, en realidad, es ciertamente más compleja porque hoy en día los emisores únicamente pueden ser *personas jurídicas*. Sobre esta cuestión volveré al analizar la responsabilidad penal de las personas jurídicas prevista en el art. 313 CP (*vid.* pp. 233-239). Por lo tanto, por el momento, debe asumirse que me estoy refiriendo únicamente a personas físicas.

⁵⁶⁰ Aunque es poco factible que se presente un caso en la práctica, el tipo penal no excluye la posibilidad de autoría exclusiva del agente que ofrezca públicamente los valores negociables y mienta o engañe de la forma descrita en el tipo, a partir de una inducción por parte del emisor o, inclusive, sin participación de éste (así, GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 169).

La cuestión, en cambio, se vuelve más compleja cuando la conducta tiene lugar en el ámbito de la negociación secundaria, que es el que aquí interesa. Me explico: dado que, en este segmento, los actos jurídicos con valores negociables se celebran a partir de órdenes de operaciones (o, más precisamente, ofertas) colocadas por los inversores que los tienen en su poder, ya no resulta claro afirmar quién tiene verdaderamente el dominio del hecho típico⁵⁶². Para dar respuesta a este interrogante, me parecen posibles dos distintos enfoques. Ambos presuponen una mirada del tipo penal contextualizada en función de lo que dicta la regulación extrapenal del mercado de capitales. A continuación, los presentaré brevemente.

El primero, que es el que he defendido en otro trabajo⁵⁶³, consiste en lo siguiente: luego de la oferta pública inicial⁵⁶⁴, la determinación acerca de la continuidad de la cotización de los valores negociables en el mercado permanece en cabeza de los emisores. Es cierto, sólo los inversores pueden decidir si vender a otros participantes los valores adquiridos, cursando órdenes de venta que son ejecutadas por los mercados. Pero el ofrecimiento al público podrá persistir sólo en la medida en que el emisor así lo

⁵⁶¹ Por ejemplo, los agentes de calificación de riesgos no realizan una parte del tipo de autoría, sino sólo cooperan en el ofrecimiento ajeno, por lo que únicamente podría responsabilizárselos a título de partícipes.

⁵⁶² Si se atiende únicamente al tenor literal del verbo “ofrecer”, podría alegarse que, una vez ingresados los valores negociables al mercado secundario, el ofrecimiento típico es el que realizan los inversores y que, por lo tanto, no es necesaria ninguna condición jurídica especial para la realización del tipo. Ésta es una interpretación posible y tiene como consecuencia la eliminación de cualquier problemática en materia de autoría. El problema es que, de adoptarse esa posición, no se entiende cuál sería el sentido de la específica incriminación prevista en el art. 309.1b) CP. Al respecto, no debe perderse de vista que, tal como lo sostiene unánimemente la doctrina, los hechos o circunstancias a los que deben estar referidos la mentira y el engaño típico deben ser idóneos *ex ante* para incidir en el “curso de la negociación” de una determinada clase de valor negociable. De ahí se sigue que aquellos que puedan afectar exclusivamente a las tenencias de un participante son irrelevantes desde la perspectiva de este tipo penal. Entonces: ¿cuál sería el sentido de la prohibición penal contenida? ¿evitar que los tenedores de valores negociables los ofrezcan afirmando información falsa acerca de hechos y circunstancias relevantes para la negociación? ¿impedir que un tenedor de valores negociables que esté al tanto de hechos relevantes los ofrezca en el mercado ocultando ese conocimiento?

De admitirse esa posibilidad, correspondería concluir que el delito de ofrecimiento engañoso de valores negociables se superpone con el de los arts. 309.1a) y 307 (delito de uso y suministro de información privilegiada) CP y que, en particular, amplía el ámbito de aplicación. En efecto, en comparación con el primero, bastaría que un participante cualquiera colocara una oferta de venta de sus valores y comunicara una falsedad (relevante) para pudiera ser objeto de un reproche penal sujeto a la misma amenaza de pena, sin que fuera necesaria la producción del resultado típico previsto en aquel. En cuanto al segundo, el círculo de posibles autores se ampliaría a quienes no revisten la condición de *insider* de la emisora y ofrezcan valores sobre la base de información a la que tuvieron acceso, sin importar la forma en la que éste se obtuvo. Repito, esta es una interpretación posible, pero que, a mi juicio, debe intentar descartarse, porque lo contrario equivale a concluir la incongruencia del legislador (entre muchos otros, Fallos 329:3082).

⁵⁶³ BASSO, M., *op. cit.* (2019). Debo aclarar que allí, sin embargo, llegué a una solución diferente con relación al título de responsabilidad que, eventualmente, podría corresponderle a agentes e inversores.

⁵⁶⁴ También conocida como “IPO”, por sus siglas en inglés (*initial public offering*).

deseo. Bajo esta perspectiva, el dominio del hecho le sigue perteneciendo. A mi juicio, esto puede sostenerse porque, en efecto, es el emisor quien podrá decidir en cualquier momento el retiro voluntario del régimen de oferta pública y emprender el procedimiento previsto legalmente, que incluirá obligatoriamente el lanzamiento de una oferta pública de adquisición de acciones⁵⁶⁵. De acuerdo con esta visión, me parece suficientemente justificado sostener que al emisor podrá atribuírsele el hecho a título de autor y que, en caso de intervención en el hecho por parte de agentes que revistan la condición especial exigida por el tipo y actúen con dolo, su imputación podrá ser a título de coautores. Por otra parte, quienes intervengan dolosamente en el hecho pero no ostenten la cualificación exigida (por ejemplo, ciertos inversores que actúen de común acuerdo con el emisor o el agente), sólo podrán responder como partícipes.

No me escapa que se trata de una posición discutible. Es más, creo que sería perfectamente razonable alegar que, en los mercados secundarios, los emisores ya no gobiernan el ofrecimiento desde un punto de vista *fáctico*: después de todo, para que pueda decirse que un determinado valor negociable está siendo ofrecido en el mercado, será necesario que algún inversor lo esté poniendo a disposición de otros participantes para la realización de actos jurídicos. Frente a ello, una posible respuesta sería sostener la autoría mediata del emisor por inidoneidad del instrumento (que, en este caso, sería el inversor) para ser autor, pero sobre la base de un concepto *normativo* de dominio del hecho. Pero esta visión también me parece endeble: en definitiva, afirmar que determinados delitos (como aquel respecto del cual me estoy ocupando) exigen la reformulación del concepto de dominio del hecho en términos normativos equivale a admitir que “un concepto ontológico de acción no permite explicar la autoría en todos los tipos penales”⁵⁶⁶.

Vistas las cosas de esta manera, considero que, si no pudiera compartirse la idea de que, en el ámbito de la negociación secundaria, los emisores conservan el dominio del hecho típico desde un punto de vista fáctico, la cuestión podría ser abordada adecuadamente con base en los criterios de atribución de la autoría pertenecientes a la teoría de los delitos de infracción de deber. Dado que un desarrollo exhaustivo de la

⁵⁶⁵ LMC, arts. 97 y 98.

⁵⁶⁶ BACIGALUPO, S., *Autoría y participación en delitos de infracción de deber. Una investigación aplicable al Derecho penal de los negocios*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2007, p. 29.

temática escapa al objeto de este trabajo, a continuación, me limitaré únicamente a enunciar los presupuestos de este planteamiento⁵⁶⁷.

Ante todo, creo oportuno referirme sintéticamente a ciertas características del mercado de capitales, a partir de las cuales puede apreciarse el sentido de una disposición como la del art. 309.1b) CP. Es que, como ya lo adelanté en otra sección⁵⁶⁸, uno de los factores que caracterizan a ese ámbito de la actividad financiera es la incertidumbre a la hora de establecer los riesgos que acarrea una inversión. De acuerdo con lo que también expliqué allí, esa dificultad deriva de que la mayor parte de la información necesaria para evaluar la predictibilidad de retornos no está disponible para la totalidad de los inversores (actuales o potenciales), sino que está en poder de los emisores. Por ello, en los mercados regulados, generalmente, los emisores tienen a su cargo deberes informativos más o menos intensos, que los obligan a revelar al público cualquier información de la que dispongan y que sea relevante para determinar el riesgo del valor negociable del que se trate.

En particular, la LMC le asigna a los emisores⁵⁶⁹ el deber de alertar al mercado, en forma inmediata, acerca de todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación. Esto es a lo que la normativa de la CNV llama “hecho relevante” y que, de acuerdo con la interpretación del tipo penal que aquí he defendido debe entenderse por “hecho o circunstancia” en los términos del art. 309.1b) CP.

⁵⁶⁷ El punto de vista a partir del cual abordaré este análisis es el de Roxin. (ROXIN, C., *op. cit.*, § 25, n° 267-274, pp. 179-182).

⁵⁶⁸ *Vid.* cap. III, apartado 1.

⁵⁶⁹ Quienes deben cumplir estos deberes en nombre de las entidades emisoras son *administradores*. El art. 99.I.a), LMC establece lo siguiente: “I. Régimen informativo general. Las personas mencionadas en el presente artículo deberán informar a la Comisión Nacional de Valores en forma directa, veraz, suficiente y oportuna, con las formalidades y periodicidad que ella disponga los siguientes hechos y circunstancias, sin perjuicio de los demás que se establezcan reglamentariamente: a) Los administradores de entidades registradas que realizan oferta pública de valores negociables y los integrantes de su órgano de fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, acerca de todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación. Esta obligación rige desde el momento de presentación de la solicitud para realizar oferta pública de valores negociables y deberá ser puesta en conocimiento de la Comisión Nacional de Valores en forma inmediata. El órgano de administración, con la intervención del órgano de fiscalización, deberá designar a una (1) persona para que se desempeñe como responsable de relaciones con el mercado a fin de realizar la comunicación y divulgación de las informaciones mencionadas en el presente inciso, dando cuenta de la citada designación a la Comisión Nacional de Valores y al respectivo mercado y sin que el nombramiento libere de responsabilidad a las personas mencionadas precedentemente respecto de las obligaciones que se establecen”. Por su parte, el título XII, capítulo I, sección II, art. 2 de las Normas CNV especifica que las entidades emisoras deberán efectuar la aludida comunicación en forma *inmediata* a través de la página *web* de la CNV, en la sección denominada “Autopista de información financiera”.

A partir de ello, me parece posible leer al tipo penal de ofrecimiento engañoso de valores negociables como uno mediante el cual el legislador procuró sancionar la infracción al *deber de información*⁵⁷⁰ que la legislación administrativa pone en cabeza de los emisores⁵⁷¹. Si esto se compartiera, podría concluirse que, aun cuando el emisor dejara (en cierta medida o completamente) de controlar el “ofrecimiento”, su capacidad para ser considerado autor del delito permanecería intacta, porque el criterio para establecerla ya no debería buscarse en el dominio del hecho, sino, precisamente, en la inobservancia de aquel deber extrapenal. Dicho sencillamente: inclusive si se sostuviera que, una vez colocados los valores negociables, el emisor deja en manos de los inversores la acción de ofrecerlos, su autoría mediata podría, de todos modos, seguir afirmándose, en la medida en que, por acción u omisión⁵⁷², aquel ofrecimiento ocurra en el contexto de una infracción, por parte del emisor, de su obligación legal de anunciar al mercado inmediatamente acerca de todo hecho o circunstancia apta para afectar el curso de la negociación⁵⁷³. A la inversa, dado que sobre los agentes y los inversores no pesan

⁵⁷⁰ Si bien no llegan a interpretar al ofrecimiento engañoso de valores negociables como un delito de infracción de deber, algunos autores dedicados a comentarlo ponen énfasis en la existencia de deberes de información a partir de los cuales puede comprenderse la especificidad de este tipo penal: Orce, por ejemplo, lo distingue de la simple estafa porque, en este caso, sí basta la simple mentira y aclara que la conducta típica sólo puede incluir aquellos hechos o circunstancias que lo sean al momento del ofrecimiento dado que “los que no lo son [...] no están comprendidos en el deber de información” (ORCE, G., *op. cit.*, p. 654). Por su parte, Paolantonio destaca que, en el ámbito de la contratación privada, rige la regla *caveat emptor* y que, por lo tanto, la intervención penal está limitada a la protección de patrimonios individuales, a través de las figuras de defraudación. En función de ello, aclara que el art. 309.1b) tiene un ámbito de aplicación “más específico de lo que sugiere la interpretación literal de la norma” (PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 171), que se relaciona con los deberes de información “que nacen desde el mismo momento de la presentación de la solicitud de oferta pública [...] y se mantienen sin interrupción en tanto el emisor se encuentre en el régimen de oferta pública” (*ibidem*, pp. 169-170). Sin embargo, al tratar la cuestión del bien jurídico tutelado, precisa que no puede entenderse a éste como el “cumplimiento de deberes fiduciarios de los administradores, o el derecho de información de los socios” (*ibidem*, p. 183). Por último, Guzmán también analiza la figura desde la perspectiva de los deberes de información, porque considera que éstos constituyen un “criterio para la delimitación del riesgo jurídicamente permitido” (GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 170).

⁵⁷¹ Éstos también pesan sobre los agentes, pero con relación a aquellos hechos que puedan incidir en el desenvolvimiento de sus propias actividades.

⁵⁷² A partir de la lectura del ofrecimiento engañoso de valores negociables en clave de delito de infracción de deber, también adquiere sentido la equiparación que el legislador realizó entre el comportamiento comisivo (“afirmar o hacer entrever”) y el omisivo (“ocultar o disimular”): “Esta conclusión de equiparación acción u omisión para los delitos societarios no es ya una cuestión de dogmática jurídicopenal, sino más bien, de simple lógica jurídica: si un administrador debe cumplir un deber positivo, su incumplimiento se puede verificar tanto si actúa en contra de lo que el deber le impone —acción—, como si simplemente no actúa para cumplimentarlo —omisión—” (BACIGALUPO, S.; SÁNCHEZ-VERA GÓMEZ-TRELLES, J., *Cuestiones prácticas en el ámbito de los delitos de empresa: perspectivas de la dimensión jurisprudencial*, Ed. Ediciones Experiencia, Barcelona, 2005, p. 24).

⁵⁷³ En efecto, “en los delitos de infracción de deber no es necesario el dominio del hecho para la autoría mediata. Es suficiente que una persona que tiene la vinculación obligacional con el deber deje o ponga en manos de otro, que es ajeno a la posición de deber fundamentadora de la autoría, la realización o ejecución del hecho que produce la lesión del bien jurídico” (BACIGALUPO, S., *op. cit.* [2007], p. 63).

los mencionados deberes de información, éstos sólo podrán, en caso de actuar dolosamente, responder a título de partícipes pues, desde la perspectiva señalada, la participación ya no debe entenderse como “cooperación sin dominio del hecho”, sino como “cooperación sin infracción de deber”⁵⁷⁴.

2.2.4. Modalidad de ataque al bien jurídico

Por la forma en la que está descrito el tipo penal del art. 309.1b) CP, es claro que, para que pueda considerarse consumado el delito en cuestión, no es necesario que la lesión efectiva del bien jurídico tutelado llegue a producirse. A partir de esto, la doctrina directamente sostiene que se trata de un delito de *peligro abstracto*⁵⁷⁵, lo cual es razonable si el interés objeto de protección se entiende en términos colosales, tal como lo hace la literatura especializada. Más claramente: si lo que se considera tutelado es algo tan vasto como el “orden económico y financiero” o, inclusive, el “mercado”, su transparencia o la confianza de los inversores en esta última, es lógico concluir que el legislador sólo puede haber configurado el delito como uno que exija una aptitud probabilística para la lesión o puesta en peligro de aquellos bienes jurídicos. De lo contrario, la figura sería inaplicable porque es epistémicamente imposible establecer si una conducta típica concreta alcanza para lesionarlo⁵⁷⁶, aun cuando esto se entienda como una mera afectación⁵⁷⁷.

El problema es que, si esa posición se acepta, lo que no parece tan razonable es que en una misma ley de reforma del CP⁵⁷⁸ se haya equiparado, en el plano sancionatorio, al ofrecimiento engañoso de valores negociables con la manipulación de mercado. En efecto, aunque se trate de conductas que atentan contra el mismo bien jurídico, no estaría justificado castigarlas con la misma pena (prisión de uno a cuatro

⁵⁷⁴ BACIGALUPO, S., *op. cit.* (2007), p. 75.

⁵⁷⁵ Así, GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 161; ORCE, G., *op. cit.*, p. 652; TAZZA, A., *op. cit.*, p. 607. Por su parte, Riquert y Aboso no lo dicen expresamente, pero ambos afirman que el delito se consuma con el mero ofrecimiento y que no admite la tentativa (RIQUERT, M., *op. cit.*, p. 2319; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1693; lo último también se sostiene en FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* [2014], p. 681).

⁵⁷⁶ *Cfr.* VERDE, A., *op. cit.*, p. 165.

⁵⁷⁷ *Cfr.* CORCOY BIDASOLO, M. *op. cit.* (2007a), p. 35

⁵⁷⁸ Hago esta aclaración porque, como es sabido, el CP está lamentablemente plagado de incongruencias en lo relativo a las escalas penales, como producto de las sucesivas reformas que viene recibiendo desde 1921.

años, multa equivalente al monto de la operación e inhabilitación de hasta cinco años) si en un caso se exige la producción de un resultado de lesión y en el otro sólo una idoneidad abstracta para generar el peligro de que aquel ocurra.

En mi opinión, si se entiende al objeto de protección del tipo penal en los términos que aquí propuse, no existen obstáculos para concluir que la figura en cuestión puede ser interpretada como una de resultado de *peligro concreto*⁵⁷⁹. En efecto, cuando alguien que reviste una condición de autoridad con relación a un determinado valor negociable (lo que, innegablemente, puede afirmarse respecto de su propio oferente) comunica (esto es, afirma, hace entrever) a un grupo indeterminado de participantes información falsa, genera una elevada probabilidad de que esta última se incorpore al precio con un alto grado de eficiencia y que, en consecuencia, se produzca una afectación efectiva a la función informativa que aquel desempeña en los mercados de capitales. Del mismo modo, si se omite comunicar (esto es, se oculta, se disimula) información que es relevante para el curso de la negociación, es muy probable que el valor de cotización del activo al cual aquella está referida no contenga esa información y, en consecuencia, que su función informativa esté menoscabada. Es más, me atrevería a afirmar que esto último es casi seguro, a menos que se dé el caso de que se encuentren operando con base en aquella participantes que la tengan en su poder a partir de algún vínculo privilegiado con el emisor.

Si se compartiera esta visión, para una condena por el delito en cuestión, ya no bastaría demostrar la relevancia en abstracto de los hechos o circunstancias a los que está referida la acción, por ejemplo, mediante la verificación de que encuadran en algunos de los supuestos de “hechos relevantes” enumerados en las Normas de la CNV⁵⁸⁰. Antes bien, sería necesario acreditar que, de acuerdo con el conocimiento disponible en materia de finanzas, existía una elevada probabilidad *ex ante* de que la acción típica considerada en concreto produjera una lesión efectiva a la función informativa del precio y que esta última habría constituido un resultado previsible de aquella.

⁵⁷⁹ En igual sentido al que aquí se propone, pero con relación al art. 284 CPE, *vid.* PAREDES CASTAÑÓN, J. M., *op. cit.* (2014), pp. 59-62.

⁵⁸⁰ En cambio, si se entiende que se trata de una figura de peligro abstracto, a mi juicio, esa comprobación sí bastaría. *Vid.* Normas CNV, tít. XII, cap. I., sección II, art. 2 (citado en nota 549).

Esta solución, que ciertamente reduce el campo de aplicación del tipo penal, me parece preferible *de lege ferenda*, pues resulta más adecuada al principio de proporcionalidad de las penas e implica evitar interpretar a los tipos penales que, como el art. 309.1b), protegen bienes jurídicos supraindividuales como delitos formales, infringiendo el principio de lesividad⁵⁸¹.

2.3. Tipo subjetivo

Al igual que con relación al delito de ofrecimiento fraudulento de efectos, la doctrina contemporánea es unánime en cuanto a que las conductas descriptas en el art. 309.1b) CP son dolosas y, en particular, la mayor parte de los autores afirman que ésta sólo puede ser llevada a cabo con dolo directo⁵⁸². Quienes fundamentan este punto de vista lo hacen en función del carácter fraudulento que reviste el comportamiento típico: Tazza, por ejemplo, sostiene que se trata de un “delito netamente doloso, que en razón de estar signado por el empleo de medios fraudulentos hace que sólo el dolo directo sea compatible”⁵⁸³; y lo mismo se observa en la actualización de la obra de Fontán Balestra, donde se indica que, “como en todos los tipos de fraude”⁵⁸⁴, sólo es admisible el dolo directo.

A mi entender, estas posiciones son el resultado de una extensión a la figura bajo análisis de la tradicional idea de que el delito de estafa (núcleo central de todas las defraudaciones previstas en el CP) no admite el dolo eventual. El fundamento de esta concepción (por cierto, muy arraigada en la doctrina argentina clásica⁵⁸⁵ y también entre los autores contemporáneos) radica en lo siguiente: dado que la descripción de la conducta típica exige que el sujeto activo engañe para obtener una disposición patrimonial por parte de la víctima, éste debe actuar con una intención lucrativa. De esta

⁵⁸¹ Cfr. CORCOY BIDASOLO, M., *op. cit.* (2007b), pp. 81-82.

⁵⁸² Con respecto al art. 309.1b) CP, consideran que es necesario el dolo directo: TAZZA, A., *op. cit.*, p. 607; RIQUERT, M., *op. cit.*, p. 2319; ABOSO, G., *op. cit.*, p. 1693; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 681. Considera que no es imaginable una conducta típica llevada a cabo con dolo eventual: PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 180. Sólo hace referencia a que se trata de una conducta dolosa, sin especificar el dolo requerido: GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 165. En relación con el viejo art. 300.2 CP, exigían dolo directo NAVARRO, G., *op. cit.*, p. 70; DONNA, E., *op. cit.*, p. 319; NUÑEZ, R., *op. cit.*, t. V., vol. II, p. 227.

⁵⁸³ TAZZA, *op. cit.*, p. 607.

⁵⁸⁴ FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 681.

⁵⁸⁵ Vid., por todos, NUÑEZ, R., *op. cit.*, t. IV, p. 308.

intención derivan los autores la necesidad de conocimiento de las circunstancias que componen el engaño. Tal como afirma Righi, esa visión puede ser fácilmente rebatida: “si según doctrina uniforme, hay dolo eventual cuando el autor dirige incondicionalmente su voluntad a lograr un resultado que considera consecuencia *posible* de su acción, parece admisible cometer una estafa con dolo eventual toda vez que el autor engañe al sujeto pasivo en relación a un *probable* resultado perjudicial”⁵⁸⁶. El ejemplo con el que el autor grafica esta afirmación es el siguiente: quien vende un cuadro asegurando que se trata de una pintura original y cobrándolo como tal obra con dolo eventual de estafa si, al hacerlo, en realidad duda acerca de su autenticidad⁵⁸⁷.

Aquella reflexión también es válida con relación a las exigencias subjetivas del art. 309.1b) CP. Si alguien se representa como posible que un determinado hecho no sea real y, pese a ello, lo afirma como verdadero al ofrecer valores negociables para cuya cotización aquel es relevante, obra con dolo eventual, porque el ofrecimiento realizado en esas condiciones es producto de que el sujeto se conformó con la realización del tipo penal. Del mismo modo, el oferente de valores negociables que considera factible y no completamente remoto que determinada circunstancia sea relevante para el curso de la negociación y, no obstante, no la informa al público se comporta con dolo eventual dado que el sujeto se representa seriamente el resultado típico y lo aprueba.

De acuerdo con estas observaciones, ya desde la perspectiva dominante en materia de dolo⁵⁸⁸, no parece acertado descartar *a priori* que el ofrecimiento fraudulento de valores negociables pueda ser llevado a cabo con dolo eventual.

2.4. Conclusión: ámbito de cobertura

En función de lo analizado hasta aquí, el art. 309.1b) CP habilita el reproche penal en los supuestos de manipulación informativa (que, como se vio, están excluidos del alcance del delito de manipulación de mercado) cuando la difusión de información que, a diferencia de lo previsto en el art. 309.1a) CP, puede ser falsa o engañosa esté a

⁵⁸⁶ RIGHI, E., *Delito de estafa*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2015, p. 151.

⁵⁸⁷ RIGHI, E., *op. cit.* (2015), pp. 151-152.

⁵⁸⁸ *Vid.*, por todos, FRISTER, H., *op. cit.*, pp. 228-230.

cargo de quien reviste la condición de oferente de los valores negociables a los cuales aquella está referida.

CUADRO N° 15 COBERTURA DEL ART. 309.1b) EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN INFORMATIVA							
Categoría	Tipología	Clase de información		Clase de autor		Alcanzada	
		Engañosa	Falsa	Oferente		Sí	No
				Sí	No		
Manipulación informativa	Difusión de noticias	X		X		X	
		X			X		X
			X	X		X	
			X		X		X

Por otra parte, de acuerdo con la posición que aquí se sostiene, este tipo penal también alcanza a los comportamientos de tipo omisivo realizados por aquellos participantes del mercado que tienen el deber de informar, naturalmente, en el contexto de un ofrecimiento de valores negociables, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario.

2.5. “Medanito”: una jurisprudencia que avala la interpretación del art. 309.1b) CP como un supuesto de omisión de la comunicación de hechos relevantes para la negociación secundaria

Para concluir el estudio del art. 309.1b) CP, me parece oportuno reseñar aquí un caso, denunciado por la PROCELAC (cuyo trámite judicial está todavía en curso), respecto del cual la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico ya intervino en dos oportunidades⁵⁸⁹. Se trata de un antecedente relevante desde la perspectiva del presente análisis porque, en ambos pronunciamientos, ese tribunal (que

⁵⁸⁹ Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico, Sala A, “Medanito S.A. y otros s/inf. art. 309.1b) CP”, resoluciones n° 31.967 del 28/12/2018 y 33.273 del 16/2/2022. La primera de esas decisiones revocó una falta de mérito para procesar o sobreseer a los imputados y dispuso sus procesamientos. Ese pronunciamiento fue impugnado por la defensa y anulado por la Cámara Federal de Casación (Cámara Federal de Casación Penal, Sala II, “Medanito S.A. y otro s/recurso de casación”, resolución n° 2747/2019 del 23/12/2019) por motivos procesales, ajenos a la discusión de fondo. Luego de ese extenso derrotero, el juzgado de primera volvió a expedirse sobre el asunto, decretando en este caso el procesamiento de los imputados. Esa última decisión fue confirmada por el tribunal de apelación en el año en curso.

es la instancia de revisión del fuero especializado en materia de criminalidad económica) confirmó la interpretación del delito en cuestión que aquí se defiende. A continuación, describo el supuesto a partir del cual se inició la investigación:

“En febrero de 2014, la firma Medanito emitió obligaciones negociables y las ofreció públicamente en el mercado de capitales argentino. De acuerdo con el prospecto de emisión oportunamente publicado, el dinero obtenido como resultado de la emisión sería destinado al financiamiento de determinados proyectos de investigación y producción, vinculados con su actividad empresarial. En ese contexto, se le imputaron los siguientes comportamientos:

- 1) con posterioridad a la oferta pública inicial, haberle dado a los fondos obtenidos a través de la emisión de ON un destino distinto al informado en el prospecto de emisión y no haberlo informado al público (hecho 1);
- 2) no haber informado al público, en tiempo oportuno, la adquisición de una empresa perteneciente al mismo rubro de actividad (hecho 2)”.

Con relación al primer hecho, el descargo de los imputados (Medanito y su presidente), sustancialmente, consistió en que, al momento de la difusión del prospecto, la finalidad de la emisión fue la comunicada al mercado pero que, posteriormente, la actividad programada tuvo que ser demorada a raíz de factores de mercado, ajenos a la compañía. En función de ello, la defensa explicó que, finalmente, parte de los fondos fueron utilizados con ese destino, mientras que otros fueron afectados a otras finalidades (pago a proveedores, pago de regalías, capital de trabajo), todas éstas vinculadas estrictamente a la actividad de la empresa.

En cuanto al segundo, el planteo de la defensa consistió en que la operación de compra sí fue comunicada al mercado y que ello fue realizado en el momento “oportuno”, es decir, cuando ésta se había transformado en un hecho cierto, debido a la transferencia de las acciones y el pago del precio pactado en el contrato de compraventa. En tal sentido, consideró que la comunicación de la operación en el momento en que la empresa adquirida había aceptado una oferta irrevocable de compra—circunstancia ocurrida alrededor de cuatro meses antes, tomada en consideración por la imputación como fecha en la que comunicación debió haber ocurrido—, habría implicado dar publicidad a una mera potencialidad, sujeta a imponderables. Al respecto, esgrimió también que no se había obrado con intención de incumplir una obligación o de

perjudicar a los inversores, sino bajo el convencimiento de que, por el carácter aún incierto de la operación, se había considerado que ésta no era aún relevante para el mercado.

Por último, la defensa alegó que la omisión de informar no tuvo ningún efecto adverso en el mercado, ni le causó ningún perjuicio a los tenedores de los valores negociables.

Frente a esos argumentos, el juzgado de instrucción, en un primer momento, decretó la falta de mérito para procesar o sobreseer a Medanito y a su presidente. En lo que aquí interesa, el pronunciamiento no desconoció que los hechos cuya comunicación había sido omitida (o tardíamente realizada) constituían información que la emisora tenía el deber de informar al público y que, por lo tanto, la conducta de Medanito era penalmente relevante. Sin embargo, el argumento central para no procesarla, consistió en que, a criterio del *a quo*, era indispensable la realización de un peritaje contable con el objeto de determinar el destino específico de los fondos recaudados a través de la emisión de ON (hecho 1) y establecer el momento concreto en el cual se había generado la obligación de Medanito de informar públicamente la adquisición de la empresa a la que alude el hecho 2.

A raíz del recurso de apelación del Ministerio Público Fiscal, se suscitó la intervención del tribunal de apelaciones.

Al resolver, la Cámara afirmó que el objetivo inmediato de tutela de la figura está dado “por el orden y la estabilidad financiera, en procura del normal funcionamiento del sistema financiero y del mercado de valores, dotándolo de transparencia e integridad, factores claves para la confianza del público inversor”. Sobre esa base, consideró alcanzado por aquella únicamente al ofrecimiento *público* de valores, entendiéndolo como aquel que se realice con respecto a un número indeterminado de personas⁵⁹⁰. Al respecto, no realizó explícitamente distinción alguna con relación a que ese ofrecimiento tenga lugar en el ámbito del mercado primario o del mercado secundario.

Luego, al igual que el juzgado de primera instancia, la cámara no admitió ninguna duda con relación a que el destino dado a los fondos recaudados a través de la emisión de obligaciones negociables (hecho 1) y la adquisición del capital social de otra

⁵⁹⁰ Al respecto, la resolución cita textualmente el comentario al artículo realizado por Tazza, quien define al ofrecimiento como “la propuesta de adquisición o negociación a un número indeterminado de personas” (TAZZA, A., *op. cit.*, pp. 606-607).

empresa (hecho 2) constituyeran información que el emisor debió haber puesto a disposición del público inversor.

Para pronunciarse en tal sentido, tomó como referencia el concepto de *hecho relevante* de la LMC y, con relación específicamente a los hechos objeto de imputación, adoptó como criterio determinante dos de los supuestos incluidos en la enumeración ejemplificativa contenida en la regulación administrativa dictada por la CNV⁵⁹¹. Específicamente, aquel referido a los “[h]echos de cualquier naturaleza y acontecimientos fortuitos que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de sus actividades” (inc. 8, adscribible al hecho 1) y el correspondiente a la “[a]dquisición o venta de acciones u obligaciones convertibles de otras sociedades, [...], cuando las sumas excediesen en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto de la inversora o de la sociedad participada” (inc. 14, adscribible al hecho 2).

En función de ello, con relación al hecho 1, entendió que “Medanito debería haber informado a los inversores la utilización de los fondos en todo o en parte para una finalidad distinta a la comunicada originalmente, sin perjuicio de que esta situación se hubiese generado a raíz de un caso de fuerza mayor”. Al respecto, consideró que en nada alteraba esa conclusión el hecho de que el dinero hubiese sido utilizado con una finalidad que haya implicado una expansión comercial del negocio de la empresa —es decir, que, en definitiva, haya redundado en un beneficio para ésta—, “toda vez que, a través del artículo 309, inciso 1.b), del Código Penal se busca claramente dotar de estabilidad al mercado de capitales, en procura de generar confianza y, por sobre todo, brindar protección al público inversor”.

Bajo esa perspectiva, el tribunal de apelaciones sostuvo que el juicio que corresponde realizar acerca de la aptitud de determinada información para afectar en forma sustancial la colocación y negociación de los valores negociables debe ser hecho con criterio *ex ante*, es decir, con prescindencia de su impacto concreto en la actividad del emisor y, por ende, en el valor de mercado.

En cuanto al hecho 2, la cámara se apartó completamente de la posición del juzgado de primera instancia con relación a la necesidad de una opinión *contable* acerca del momento en que correspondía anunciar al mercado de la operación de adquisición. Por el contrario, sus jueces, una vez que consideraron que ese acto jurídico era un hecho

⁵⁹¹ *Vid.* nota 549.

relevante para el mercado, analizaron con base las reglas del derecho civil el momento en que éste se había perfeccionado. En efecto, señalaron que “la operación de compraventa debió haber sido divulgada desde el momento en que se perfeccionó el contrato de compra, es decir desde el momento en el que se concluyó el acuerdo de voluntades entre las partes, y consecuentemente, su cumplimiento se tornó exigible. La aceptación irrevocable de una oferta compra, como así también el depósito de U\$S en concepto de garantía de dicha operación [...] son hechos de suma relevancia que deberían haber sido comunicados en forma inmediata al público inversor”⁵⁹².

En cuanto a la argumento de la defensa vinculado con la ausencia de dolo, la instancia de revisión entendió que “no resulta admisible que los responsables de una empresa que emite obligaciones que se negocian en un mercado público altamente regulado, como lo es el mercado de valores, actúen motivados en meras apreciaciones personales o conjeturas, sin proveerse de asesoramiento profesional especializado, y en esas condiciones, descarten las implicancias que la omisión de proporcionar en tiempo oportuno circunstancias relevantes en el proceso de adquisición de un paquete accionario millonario pudieran ocasionar en el desenvolvimiento, de las negociaciones de sus obligaciones en el mercado de valores”. En consecuencia, consideró satisfechos los requisitos subjetivos del tipo penal.

Por último, en lo que respecta al argumento de la defensa referido a la falta de afectación, el tribunal se inclinó por la tesis del peligro abstracto, al sostener que “el tipo penal no exige el acaecimiento de algún resultado concreto que se adicione a la conducta tipificada”.

Así las cosas, la Cámara convalidó el procesamiento de Medanito y su presidente por las conductas de omisión de información al público acerca de hechos relevantes para el curso de la negociación de valores listados en el mercado secundario,

⁵⁹² En Argentina, es común encontrar decisiones en materia de criminalidad económica por las cuales los magistrados intervinientes en el caso “delegan” en distintos medios de prueba (peritajes, declaraciones de testigos “expertos”) valoraciones que son netamente jurídicas. Al parecer, esto parecería explicarse por ciertas dificultades que los jueces penales parecerían encontrar frente a los conceptos de derecho mercantil o administrativo que contribuyen a definir el contenido de las leyes penales en blanco o de los elementos normativos cuya fuerte presencia a los tipos penales del derecho penal económico. Sea como fuere, se trata de una práctica tristemente generalizada que, a mi juicio, debería ser erradicada mediante esfuerzos institucionales adicionales. En este sentido, la decisión adoptada por la cámara en el caso era la correcta, pues la definición acerca del momento en que se había tornado jurídicamente exigible la comunicación de la compra de la otra empresa no requería algún tipo de conocimiento de finanzas sino, más bien, el conocimiento del derecho, que se exige a todo magistrado (*iura novit curia*), más allá de la rama con respecto a la cual se desempeñe. Distinta era, en todo caso, la cuestión referida a la relevancia para el curso de la negociación de esa información.

identificadas como hechos 1 y 2, a las que encuadró bajo el tipo penal del art. 309.1b) CP.

3. EL ART. 309.2 CP: ¿AGRAVANTE O DELITO AUTÓNOMO?

En el proyecto que dio lugar a la sanción de la Ley 26.733, mediante la cual se incorporaron al CP los delitos de manipulación de mercado y de ofrecimiento engañoso de valores negociables, se preveía un incremento de la pena prevista para ambas figuras, que estaba descrito de la siguiente manera:

“El monto de la pena se elevará de dos a seis años cuando el delito fuere cometido por el representante, administrador o fiscalizar de una sociedad comercial de las que tienen obligación de establecer órganos de fiscalización privada, que informare a los socios o accionistas ocultando o falseando hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa o que en los balances, memorias u otros documentos de la contabilidad, consignare datos falsos o incompletos”.

A partir de una modificación, cuyas razones se desconocen, el texto del art. 309 CP que, en definitiva, resultó aprobado describe, en su inc. 2), las mismas conductas, pero de un modo ligeramente distinto. Allí, en efecto, se establece:

“Será reprimido con prisión de dos a seis años, *cuando* el representante, administrador o fiscalizar 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 balances, memorias u otros documentos de la contabilidad, consignare datos falsos o incompletos” (el destacado me pertenece).

En función de su redacción actual, la doctrina mayoritaria entiende que el art. 309.2 CP configura un tipo penal autónomo⁵⁹³. En cambio, de manera completamente aislada, Paolantonio sostiene que, pese al “desatino legislativo”⁵⁹⁴, la disposición en cuestión debe ser entendida como un supuesto agravado, referido tanto al art. 309.1a) como al 309.1b) CP⁵⁹⁵.

Ahora bien, si se adopta la tesis dominante, debe admitirse que el tipo penal se superpone casi completamente⁵⁹⁶ con el del art. 300.2 CP⁵⁹⁷ (balance falso) cuyo texto,

⁵⁹³ Así, GUZMÁN, N., *op. cit.*, pp. 179-182; TAZZA, A., *op. cit.*, pp. 608-615; RIQUERT, M., *op. cit.*, pp. 2318-2319; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 681-686.

⁵⁹⁴ GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 182.

⁵⁹⁵ PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, pp. 148-153 y 187-188.

⁵⁹⁶ Esto lo admite expresamente Guzmán (GUZMÁN, N., *op. cit.*, p. 179).

que obedece a una reforma del CP realizada 1976⁵⁹⁸, se mantuvo intacto a pesar de la incorporación del art. 309.2 al CP. Así visto, el hecho de haber creado un nuevo delito no tendría mayor sentido y, fundamentalmente, sería de dudosa racionalidad político-criminal la significativa diferencia entre la escala penal de aquel y este último.

Para verlo más claramente, obsérvese que, en función del art. 300.2 CP, al administrador de una sociedad anónima que, a sabiendas, publique, certifique o autorice un balance falso le corresponde una pena de entre seis meses y dos años de prisión, mientras que, de acuerdo con aquella interpretación del art. 309.2 CP, esa amenaza penal debería incrementarse a un mínimo de dos años y a un máximo de seis por el solo hecho de que la sociedad anónima en cuestión sea una de las que tienen “obligación de establecer órganos de fiscalización privada”⁵⁹⁹ y que el administrador, en vez de haber realizado aquellas acciones, “consigne” datos falsos en el balance. Si se considera que, entre las que deben cumplir con aquella obligación, están las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, aquel tratamiento agravado todavía podría entenderse justificado, en virtud de la posibilidad de que la conducta produzca una significativa afectación supraindividual; pero, en cambio, si se repara en que, por ejemplo, la fiscalización privada también es una exigencia en el caso de las sociedades unipersonales, ya no parece razonable semejante diferencia en la respuesta sancionatoria.

Estas incongruencias, que emergen de la simple lectura de las disposiciones vigentes, sumadas al incontrovertible hecho de que el proyecto de reforma del CP, en su formulación original, establecía claramente un agravamiento de la pena prevista para los

⁵⁹⁷ Art. 300.2 CP: “Serán reprimidos con prisión de seis meses a dos años: [...] 2. El fundador, director, administrador, liquidador o síndico de una sociedad anónima o cooperativa o de otra persona colectiva, que a sabiendas publicare, certificare, o autorizare un inventario, un balance, una cuenta de ganancias y pérdidas o los correspondientes informes, actas o memorias, falsos o incompletos o informare a la asamblea o reunión de socios, con falsedad, sobre hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa, cualquiera que hubiere sido el propósito perseguido al verificarlo”.

⁵⁹⁸ El texto vigente es el que fue introducido por el decreto ley 21.338/76 (que la ley 23.077 derogó, pero convalidó en lo relativo a al art. 300.2 CP). En el CP de 1921, se reprimía con pena de seis meses a dos años al “fundador, director, administrador, o síndico de una sociedad anónima o cooperativa o de otro establecimiento mercantil, que publicare o autorizare un balance o cualquier otro informe falso o incompleto, cualquiera que hubiere sido el propósito perseguido al verificarlo”.

⁵⁹⁹ De la combinación de los arts. 284 *in fine* y 299 LGS, surge que las sociedades que tienen esa obligación son aquellas que están alcanzadas por alguno de los siguientes supuestos: 1) hagan oferta pública de sus acciones o debentures; 2) tengan capital social superior a \$ 50.000.000; 3) sean de economía mixta; 4) realicen operaciones de capitalización, ahorro o en cualquier forma requieran dinero o valores al público con promesas de prestaciones o beneficios futuros; 5) exploten concesiones o servicios públicos; 6) se trate de sociedad controlante de o controlada por otra sujeta a fiscalización; 7) se trate de Sociedades Anónimas Unipersonales.

delitos de manipulación de mercado y ofrecimiento engañoso de valores negociables, me llevan a inclinarme por la tesis minoritaria. Esta interpretación es, por otra parte, válida porque, la primera fuente de interpretación, es decir, el mismo tenor literal de la ley⁶⁰⁰ lo admite: en efecto, el participio masculino y singular que compone la forma pasiva del futuro simple (“será *reprimido*”), que encabeza la disposición, puede entenderse únicamente referida al “el que” del inc. 1). Entonces, dado que, si se aplican las reglas sintácticas de la lengua española, el sujeto paciente no puede ser otro que aquel, no corresponde sino concluir que quien será reprimido con la pena agravada es quien realice las acciones típicas previstas en los incs. 1.a) y 1.b) del mismo artículo, en el caso de que se den las específicas condiciones previstas en el inc. 2).

Hecha esta aclaración, corresponde ahora analizar cuál es el resultado de la combinación entre los tipos “básicos” previstos en el art. 309 CP y el supuesto agravado. Más precisamente, lo que trataré de establecer es el ámbito de cobertura resultante de la integración de ambas disposiciones.

Comenzando por el delito de manipulación de mercado, salta inmediatamente a la vista que el punto de contacto entre una y otra previsión son las *noticias falsas*, dado que ni las negociaciones fingidas, ni la reunión o coalición de los principales tenedores guardan relación alguna con los distintos tipos de comunicaciones a los que alude el art. 309.2 CP. En función de ello, una posible interpretación del tipo penal sería la siguiente: “*si* el autor de las transacciones u operaciones que hacen subir, mantener o bajar el precio de valores negociables (o instrumentos financieros) las realiza valiéndose de noticias falsas comunicadas por el representante, administrador o fiscalizador de la emisora⁶⁰¹, 1) que se dirigen a los socios o accionistas y tienen por objeto hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa⁶⁰² o 2) que consisten en datos falsos consignados en los balances, memorias u otros documentos de contabilidad,

⁶⁰⁰ Fallos, 304:1820, 314:1849, entre muchos otros.

⁶⁰¹ Si bien el art. 309.2 CP se refiere genéricamente a las “sociedades comerciales que tiene obligación de establecer órganos de fiscalización”, una vez entendido ese inciso como un supuesto de agravación de las conductas del inc. 1), lo más razonable es entender que, al menos cuando éstas se realizan respecto de valores negociables, las sociedades relevantes se circunscriben a las del art. 299.1 LGS, es decir, a las que hagan oferta pública. Esta interpretación es el resultado de que el inc. 1) se refiere a valores negociables.

⁶⁰² En el caso de la combinación entre el art. 309.2 y el art. 309.1a) CP, para que el “ocultamiento” de información acerca de hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa sea compatible con el concepto de “noticia falsa”, es necesario que del ocultamiento derive la falsedad de la noticia que se da. En otras palabras, aquí no basta el silencio engañoso.

la pena prevista para el delito se incrementa a un mínimo de dos años y un máximo de seis años de prisión”.

A mi juicio, eso es lo que, por la forma en que está redactada, dice la disposición vigente. En efecto, tal como advierte Paolantonio⁶⁰³ (que, en este punto, arriba a una conclusión distinta), “cuando” no indica autoría. En cambio, opera como una conjunción subordinante que expresa una condición o la necesidad de que se verifique alguna circunstancia para que se produzca una determinada consecuencia (“en caso de que o si”⁶⁰⁴). Si esto se comparte, debe sostenerse que el art. 309.2 CP no configura el supuesto especial impropio del delito del art. 309.1a) CP, porque la condición de representante⁶⁰⁵, administrador⁶⁰⁶ o fiscalizador⁶⁰⁷ de la emisora no se exige para la autoría del hecho típico. Antes bien, el agravamiento de la pena se explica porque el autor de las transacciones u operaciones (que puede ser cualquiera) se vale de una acción (que, si se presenta en forma aislada, es atípica) realizada por un sujeto cualificado que puede obrar dolosamente y de común acuerdo con aquel o no. En el primer caso, a este último también le corresponderá el reproche penal, a título de participe en el hecho agravado del autor de la manipulación⁶⁰⁸. De lo contrario, quedará impune.

Otra alternativa, menos adecuada al texto vigente, pero más apegada al espíritu del proyecto de reforma, sería entender que, para que opere el art. 309.2 CP, la conducta del tipo básico *debe* ser llevada a cabo por el representante, administrador o fiscalizador y que las noticias falsas de las que éstos se valen deben ser, específicamente, aquellas que conciernen a hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa

⁶⁰³ PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 149.

⁶⁰⁴ Quinta definición de la voz “cuando”, RAE, *Diccionario de la lengua española*, ed. del Tricentenario, actualización 2021, disponible en <https://www.rae.es/>, enlace consultado el 17/5/2022. Las definiciones que la preceden corresponden al adverbio relativo, que indica tiempo o momento. Si se entendieran más ajustadas a la redacción del art. 309.2 CP, no afectarían en sentido de la disposición que aquí se entiende más correcto.

⁶⁰⁵ Por representante debe entenderse el presidente del directorio o aquellos miembros del directorio que revistan esa condición en virtud de lo dispuesto en el estatuto (art. 268 LGS). En función del art. 58 LGS, el representante también puede ser de tipo convencional (en igual sentido, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 151). Asimismo, debe considerarse incluido el liquidador porque le corresponde la representación de la sociedad en proceso de liquidación (art. 105 LGS).

⁶⁰⁶ De acuerdo con el art. 255 LGS, la administración está a cargo del directorio. Dado que el art. 309.2 CP no incluye ninguna restricción especial, también está incluido al administrador de hecho.

⁶⁰⁷ La fiscalización está a cargo de la sindicatura individual o colegiada, según corresponda (art. 284 LGS).

⁶⁰⁸ Por supuesto que, en caso de que el sujeto cualificado también lleve a cabo la acción típica, se lo responsabilizará como autor.

o que están consignadas en los balances memorias u otros documentos de contabilidad. De admitírsela, su consecuencia más importante es que quien debe tener el dominio del hecho consistente en las transacciones u operaciones que producen el resultado típico es el mismo sujeto cualificado, lo cual no es imposible, pero sí poco probable en la práctica y, por lo tanto, restringe considerablemente el alcance del supuesto agravado⁶⁰⁹.

En función de la interpretación del art. 309.1a) CP que aquí desarrollé, considero más apropiada la primera lectura ensayada, porque es coherente con la idea de que, a partir del nuevo texto legal, las noticias falsas ya no constituyen el núcleo de la conducta manipulativa típica (que consiste en hacer transacciones u operaciones), sino que son instrumentos de los que se vale el autor del hecho para que su acción sea más insidiosa.

Ahora bien, combinado con el art. 309.1b) CP, el 309.2 opera como una especificación de la modalidad con la que tienen que ocurrir la mentira y el engaño típico. Es decir, se castiga más gravemente el ofrecimiento de valores negociables cuando el representante, administrador o fiscalizador de la sociedad emisora 1) afirma falsamente hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa; 2) afirma datos falsos a través de su consignación en los balances, memorias u otros documentos o los hace entrever mediante su consignación incompleta; 3) oculta hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa o 4) disimula datos verdaderos, consignándolos de forma incompleta en los balances, memorias u otros documentos.

Con relación a este supuesto, cabe advertir que, dado que las acciones “disimular”, “ocultar”, “afirmar” y “hacer entrever” deben acompañar a la conducta principal⁶¹⁰, esta última sí debe estar a cargo del representante, administrador o fiscalizador o, como mínimo, ser realizada por alguien que actúe coordinadamente con ellos. Esto marca una diferencia con el supuesto agravado del art. 309.1a) CP porque, en

⁶⁰⁹ Paolantonio, que interpreta al art. 309.2 CP como un delito especial impropio, señala: “La realización de esta conducta junto al comportamiento típico de manipulación no tiene una relación razonable o natural” (PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 152).

⁶¹⁰ Esto marca una diferencia fundamental con el art. 309.1a) CP, porque el gerundio “valiéndose” sólo indica que el autor de la conducta principal debe servirse de las noticias falsas y de las negociaciones fingidas, pero, tal como aquí se sostuvo, ello no implica que estas últimas deban ser llevadas a cabo por el autor de las transacciones u operaciones. En cambio, si alguien “ofrece afirmando”, “ofrece disimulando”, etc. debe realizar ambas acciones o, por lo menos, dividir su realización con otro sujeto con el que actúa de común acuerdo.

este caso, no se aplica la pena mayor cuando el oferente sólo se aprovecha del comportamiento mentiroso o engañoso del sujeto cualificado (lo que sí corresponde en aquel).

Por otra parte, dado que el inc. 2) se refiere a *sociedades* comerciales, lo más factible es que, en la práctica, este tipo penal se aplique a casos en los que el ofrecimiento de valores negociables sea realizado por una o más personas físicas en nombre de una persona jurídica. En este sentido, los sujetos que ostentan el rol especial podrán ser los mismos que actúan “ofreciendo” en representación del ente ideal o bien actuar sobre la base de una división de roles entre distintos individuos funcionalmente vinculados con éste. Con relación a este último supuesto, en función de la redacción de la disposición, no corresponde, en principio, descartar la aplicación del tipo penal en aquellos casos en los que el ofrecimiento corresponda a una persona jurídica y la sociedad comercial cuyo representante, administrador o fiscalizador informe falsamente sea otra distinta. Esto, por ejemplo, podría ser relevante para las conductas llevadas a cabo en el contexto de grupos societarios, cuando se emitan u omitan comunicaciones relativas a una sociedad controlante, que resulten relevantes para la negociación de los valores negociables emitidos por una sociedad controlada (o viceversa).

En suma, a partir de su intrincada estructura, sumada a la infundada alteración de su redacción, el art. 309.2 CP queda abierto a numerosas interpretaciones jurisprudenciales, sobre la base de las cuales se irá forjando su ámbito de aplicación⁶¹¹.

4. BREVE REFERENCIA A LA RESPONSABILIDAD PENAL DE LAS PERSONAS JURÍDICAS

Si bien es una cuestión ajena al objeto de este trabajo, un análisis completo de la criminalización de la manipulación de mercado en Argentina exige mencionar que, a su respecto, el legislador previó expresamente la responsabilidad penal de las personas jurídicas. Aun cuando entre los principales exponentes de la doctrina nacional también

⁶¹¹ Por ejemplo, la PROCELAC lo interpretó como agravante del art. 309.1b) CP al denunciar a una empresa petrolera, listada en el mercado de capitales argentino, por haber contabilizado dentro de sus activos fijos (bajo la forma de costos capitalizados) los sobrepagos pagados en función de contratos obtenidos en el contexto de un esquema de corrupción (<https://www.iprofesional.com/negocios/303149-Petrobras-se-despide-de-la-Bolsa-con-una-denuncia-por-delitos-financieros>, enlace consultado el 24/6/2022).

se haya dado la antigua discusión acerca de la posibilidad de imponer sanciones de carácter penal a los entes de existencia ideal⁶¹², ésta estuvo contemplada desde hace décadas en la legislación especial⁶¹³ y, a través de la ley 26.683⁶¹⁴, fue incorporada al CP (art. 304 CP⁶¹⁵), específicamente con relación al delito de lavado de activos.

Meses después, la Ley 26.733, que incluyó en el título XIII los delitos de manipulación del mercado de valores y ofrecimiento engañoso de valores negociables, extendió aquella posibilidad a estas figuras (y a las previstas en los arts. 307, 308, 310, 311 y 312 CP) a través de la incorporación del art. 313 CP⁶¹⁶, que establece la

⁶¹² En contra: SOLER, S., *Derecho Penal Argentino* (actualizado por FIERRO, G.), 4ª ed., Ed. TEA, Buenos Aires, 1987, t. I, pp. 329-335; GÓMEZ, E., *op. cit.*, t. I, pp. 384-386; JIMENEZ DE ASÚA, L., “La cuestión de la responsabilidad penal de las personas jurídicas”, *Revista Jurídica Argentina La Ley*, 1947, t. 48, pp. 1041-1050 (aun cuando se trate de un autor español, merece la pena mencionarlo como exponente de la doctrina nacional, dado que gran parte de su obra fue llevada a cabo en el país); DONNA, E., *op. cit.*, t. II, pp. 190-192; ZAFFARONI, E.; ALAGIA, A.; SLOKAR, A., *Derecho Penal: parte general*, 2ª ed., Ed. Ediar, 2002, pp. 426-428. Para una posición que rebate los argumentos de tipo ontológico, pero se opone a la imposición de sanciones penales a las personas jurídicas, *vid.* NINO, C., *Los límites de la responsabilidad penal: una teoría liberal del delito*, Ed. Astrea, Buenos Aires, 1980, pp. 407-418. A favor: AFTALIÓN, E., “Las sanciones en el derecho penal económico”, *Revista Jurídica Argentina La Ley*, 1958, t. 90, pp. 711-712; en función de un nuevo sistema teórico, de carácter bipartito, que, por un lado, responsabiliza al ente como unidad independiente y, por el otro, a las personas físicas que integran a la persona jurídica, con base en parámetros diferentes para uno y otro caso, BAIGÚN, D., *La responsabilidad penal de las personas jurídicas (Ensayo de un nuevo modelo teórico)*, Ed. Depalma, Buenos Aires, 2000.

⁶¹³ Contienen previsiones en materia de responsabilidad penal de las personas jurídicas: el Régimen Penal Cambiario (ley 19.359, B.O. 10/12/1971); el Código Aduanero (ley 22.415, B.O. 23/3/1981); el actual Régimen Penal Tributario (ley 27.430, B.O. 29/12/2017) y también su antecesor (ley 24.769, B.O. 15/1/1997). Aquella también estaba prevista en la derogada Ley de Defensa de la competencia (ley 25.156, B.O. 20/9/1999).

⁶¹⁴ B.O. 21/6/2011.

⁶¹⁵ El art. 304 CP, cuyo texto sigue vigente hasta la actualidad, establece: “Cuando los hechos delictivos previstos en el artículo precedente hubieren sido realizados en nombre, o con la intervención, o en beneficio de una persona de existencia ideal, se impondrán a la entidad las siguientes sanciones conjunta o alternativamente:

1. Multa de dos (2) a diez (10) veces el valor de los bienes objeto del delito.
2. Suspensión total o parcial de actividades, que en ningún caso podrá exceder de diez (10) años.
3. Suspensión para participar en concursos o licitaciones estatales de obras o servicios públicos o en cualquier otra actividad vinculada con el Estado, que en ningún caso podrá exceder de diez (10) años.
4. Cancelación de la personería cuando hubiese sido creada al solo efecto de la comisión del delito, o esos actos constituyan la principal actividad de la entidad.
5. Pérdida o suspensión de los beneficios estatales que tuviere.
6. Publicación de un extracto de la sentencia condenatoria a costa de la persona jurídica.

Para graduar estas sanciones, los jueces tendrán en cuenta el incumplimiento de reglas y procedimientos internos, la omisión de vigilancia sobre la actividad de los autores y partícipes, la extensión del daño causado, el monto de dinero involucrado en la comisión del delito, el tamaño, la naturaleza y la capacidad económica de la persona jurídica.

Cuando fuere indispensable mantener la continuidad operativa de la entidad, o de una obra, o de un servicio en particular, no serán aplicables las sanciones previstas por el inciso 2 y el inciso 4”.

⁶¹⁶ Art. 313 CP: “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 artículo 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

aplicación a las personas jurídicas de las penas previstas en el art. 304 CP, cuando aquellos “hechos delictivos [...] hubieren sido realizados en nombre, o con la intervención, o en beneficio de [la] persona de existencia ideal”.

De acuerdo con la citada disposición, que adopta un concepto amplio de ente ideal⁶¹⁷, está claro que la imposición de sanciones presupone la comisión de un hecho antijurídico por parte de una persona física⁶¹⁸. Sin embargo, en función de que los criterios de conexión entre este último y aquel fueron enumerados como supuestos entre sí alternativos⁶¹⁹, son necesarias una serie de precisiones interpretativas pues, de lo contrario, esta disposición podría ser entendida como una forma de responsabilidad objetiva del ente ideal.

Por empezar, la referencia a la realización de la conducta *en nombre* de la persona jurídica pone en evidencia que uno de los supuestos que podrán desencadenar su reproche penal es aquel en el que el autor ostente una competencia suficiente para representarla. Al respecto, dado que el texto vigente no contiene ninguna limitación explícita, no existen razones para excluir que el requisito de actuación “en nombre de” pueda considerarse satisfecho aun en aquellos casos en los que la persona física no reúna la condición jurídica de representante legal y, sin embargo, pueda obligarla válidamente con relación a la actividad específica que realiza⁶²⁰. Si esta interpretación se comparte, me parece que es aplicable al derecho vigente la idea de que, con relación

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”.

⁶¹⁷ Por lo tanto, incluye tanto a las sociedades comerciales (reguladas, principalmente, por la LGS), como a las entidades propias del asociativismo (mutuales y cooperativas, regidas por las Leyes 20.321 y 20.337, respectivamente) y a las asociaciones no mercantiles (reguladas en el título II, capítulo 2, CCCN). En igual sentido: ROBIGLIO, C., “El art. 304 del Cód. Penal: responsabilidad penal de las personas jurídicas”, en BERTAZZA, H.; D’ALBORA, F., *Tratado de lavado de activos y financiación del terrorismo: prevención investigación y represión*, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2012, pp. 504-505; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 645).

⁶¹⁸ La referencia a “hecho delictivo” y no a “delito” lleva a pensar que no se exige la culpabilidad (así, PAOLANTONIO, M. *op.cit.*, p. 321). En este aspecto, el texto de los arts. 304 y 313 CP parecería diferir con relación al del art. 2 de la Ley de Responsabilidad Penal Empresarial (ley 27.401, B.O. 1/12/2017) que establece como hechos de conexión a los “delitos” previstos en su art. 1, a partir de lo cual la doctrina entiende que debe tratarse de hechos típicos, antijurídicos y culpables (*vid.* ABOSO, G., *Responsabilidad penal de la empresa y corrupción pública*, Ed. B de f, Buenos Aires, 2019, pp. 223-224).

⁶¹⁹ Esto es lo que debe comprenderse a partir del uso de la conjunción “o”. En igual sentido, FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 646; ABOSO, G., *op. cit.* (2020), p. 1664.

⁶²⁰ En este sentido: ROBIGLIO, C., *op. cit.*, p. 504; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 647. En sentido contrario, Aboso, quien hace referencia únicamente a representante legales (ABOSO, G., *op. cit.* [2020], p. 1664).

a este supuesto, para que se active la responsabilidad penal el ente ideal, “[e]l autor del hecho deberá haber actuado como órgano o persona competente de la persona jurídica. Ello significa que no se debe limitar a la actuación de quienes ostentan la calidad de representante legal de la misma, dado que deberá ser relevante y suficiente cualquier acción u omisión punible realizada por una persona competente de una unidad productiva que de acuerdo a los estatutos represente a la persona jurídica”⁶²¹.

Aunque la disposición no sea explícita, a ello debe agregarse, a mi juicio, la exigencia de que la acción de la persona física guarde relación con las competencias funcionales que le corresponden a esta última en función del rol que desempeña dentro de la organización⁶²² y que no obre exclusivamente en interés propio⁶²³. Por ejemplo, la actuación en el mercado del dependiente de un agente de negociación y liquidación (persona jurídica), que realiza operaciones manipulativas con valores que forman parte de la cartera propia de dicha entidad, podrá provocar la responsabilidad penal de esta última a título de actuación en su nombre, en la medida en que, a dicho sujeto, le haya sido internamente asignada la responsabilidad de cursar transacciones⁶²⁴ y que aquellas que realiza no tengan por única finalidad beneficiarlo a él mismo o a un tercero (tal como ocurriría en el caso de que la contraparte de esas transacciones fuera, por ejemplo, el propio operador, quien se beneficiara vendiéndole a su empleador a precio artificialmente alto).

Con relación al criterio que asigna responsabilidad al ente cuando el hecho haya sido llevado a cabo *con su intervención*, los autores consideran que éste debe entenderse referido a “supuestos en los que el hecho se produce sirviéndose o aprovechándose de [su] estructura u operaciones comerciales”⁶²⁵. Dado que esta interpretación podría

⁶²¹ BACIGALUPO, S., *Responsabilidad penal de las personas jurídicas*, Ed. Hammurabi, 2001, p. 383. Esta idea es expresada por la autora en el contexto de su propuesta *de lege ferenda*.

⁶²² Esto es, a mi entender, lo que marca una referencia con respecto al siguiente supuesto (“con la intervención”).

⁶²³ ABOSO, G., *op. cit.* (2020), p. 1664: “Ese delito debe cometerse en beneficio de la empresa o sociedad, no basta la mera representación, sino que es necesario que el provecho económico obtenido por su participación criminal favorezca directamente a la empresa y no sólo a título personal al representante”.

⁶²⁴ En este sentido, si bien no es su representante legal, de acuerdo con la asignación de tareas y responsabilidades dentro de la entidad, le compete llevar a cabo operaciones para la cartera de ésta por lo que, en esa medida, puede obrar vinculándola.

⁶²⁵ PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 319. Así también, respecto del art. 304 CP, FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 647: “que el hecho haya sido realizado *con la intervención* supone que los responsables hayan permitido la utilización de la sociedad [...] aun cuando sea en beneficio de otro”; en igual sentido, pero respecto del art. 13 de la ley 27.430, BORINSKY, M.; TURANO, P.; RODRÍGUEZ, M.; SCHURJIN ALMENAR, D., *Delitos tributarios y contra la seguridad social*, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2020, pp. 418-419.

conducir a la atribución de responsabilidad objetiva a la persona jurídica, la doctrina acentúa que, en estos casos, debe verificarse la presencia de un defecto en la organización⁶²⁶. A mi entender, este razonamiento es aceptable, porque apunta a corregir ciertos resultados evidentemente excesivos a los que conduce la disposición por la forma en la que ha sido redactada. Sin embargo, considero que *de lege lata* sería más adecuado partir de la idea de que, si la ley exige que la persona jurídica haya *intervenido*, no basta con que ésta se haya visto sólo *involucrada* de algún modo. Son cosas bien distintas: para que se de lo primero, es necesario que 1) que haya participado (objetiva y subjetivamente) en el hecho de conexión un sujeto que forme parte de la organización; 2) que haya actuado en el marco de las atribuciones que le fueron asignadas (aun cuando lo haya hecho en un modo concretamente distinto al que se esperaba de él) y 3) que no haya obrado exclusivamente en interés propio. De lo contrario, a mi entender, la tesis que busca la solución en el plano de la culpabilidad incurre en el error de terminar exigiendo que el *criminal compliance* se transforme en un “deber de policía auxiliar”⁶²⁷ para “la evitación de acciones de exceso que el autor lleve a cabo con ocasión de su pertenencia a una sociedad”⁶²⁸.

Para que se vea más claramente, considérese el caso de una persona encargada del mantenimiento edilicio de la entidad bursátil, que accede indebidamente a una terminal de negociación y realiza transacciones manipulativas que cumplen con los requisitos del art. 309.1a) CP. Frente a este supuesto, los autores a los que me referí previamente considerarían que en la acción de aquel sujeto intervino aquella entidad porque el sujeto se aprovechó no sólo de sus instalaciones (la terminal a través de la cual se ingresan las órdenes), sino de su giro negocial (que consiste en la intermediación bursátil). Para ellos, por lo tanto, la responsabilidad jurídica de esa persona jurídica quedaría excluida sólo si, en una segunda instancia del análisis, se verificara que no hubo un defecto de organización por el cual haya sido posible cometer ese hecho. Esto significaría, por lo tanto, exigir que la organización interna de la empresa prevea un mecanismo para evitar que el personal de mantenimiento use las terminales de negociación. De acuerdo con la visión que aquí propongo, frente a un caso así, el

⁶²⁶ Así, ABOSO, G., *op. cit.* (2020), p. 1664; ROBIGLIO, C., *op. cit.*, p. 504; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 648. Sin embargo, debe advertirse que, de acuerdo con la redacción del art. 304 CP, los conceptos de culpabilidad de organización entran en consideración como pautas para la graduación de la pena y no como criterios para la atribución de la responsabilidad.

⁶²⁷ BACIGALUPO, S., *op. cit.* (2001), p. 385.

⁶²⁸ BACIGALUPO, S., *op. cit.* (2001), *ibidem*.

reproche penal del ente debería descartarse antes, porque debería excluirse la intervención de la persona jurídica. En este caso, en efecto, la persona física obró en evidente exceso con relación al tipo de funciones (mantenimiento) que tenía asignadas.

Por último, el art. 313 CP prevé como criterio para imponerle sanciones a la persona jurídica la existencia⁶²⁹ de un *beneficio* para esta última. Con respecto a qué es lo que debe entenderse por beneficio, la doctrina nacional es algo errática: mientras algunos autores lo identifican directamente con un enriquecimiento patrimonial⁶³⁰, otros parecen más bien referirse a una genérica ventaja⁶³¹. Dado que la ley no incluye ninguna referencia específica, parece más apropiada esta última interpretación aunque, con relación a las prácticas de mercado que constituyen el objeto de esta investigación, resulta difícil pensar en beneficios que, al menos indirectamente, no signifiquen algún tipo de enriquecimiento de aquella índole (por ejemplo, mediante la obtención de una mejor calificación crediticia, que ponga al ente ideal en mejores condiciones de obtener financiamiento).

El punto que mayores controversias genera es el hecho de que, por la forma en que está redactada la disposición (que, como dije, separa los tres supuestos por conjunciones disyuntivas), el beneficio para el ente ideal pueda constituir una condición *suficiente* para su reproche penal⁶³². Frente a ello, sería preferible que, junto este criterio, se mantenga la necesidad de que operen otras condiciones necesarias⁶³³, que operen como faja de contención: me refiero, en particular, a la exigencia de que el autor

⁶²⁹ Aunque la ley no lo precisa, la doctrina se inclina por la exigencia de que el beneficio haya sido obtenido (así, ABOSO, G., *op. cit.* [2020], p. 1664; FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* [2014] p. 648-649); ROBIGLIO, C., *op. cit.*, pp. 506-507).

⁶³⁰ Así, ABOSO, G., *op. cit.* (2020), p. 1664 (con cita de Aboso, RIQUERT, M., *op. cit.*, p. 2297). Por su parte, Tazza interpreta que el hecho antijurídico debe haber favorecido “los intereses económicos de la persona jurídica” (TAZZA, A., *op. cit.*, p. 580).

⁶³¹ En este sentido, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, pp. 319-320; BORINSKY, M.; TURANO, P.; RODRÍGUEZ, M; SCHURJIN ALMENAR, D., *op. cit.*, p. 418-419. Pareciera opinar del mismo modo, aunque luego hace una referencia al “precio cobrado habitualmente” por la persona jurídica: FONTÁN BALESTRA, C., *op. cit.* (2014), p. 649.

⁶³² Con relación a esta lectura, Paolantonio aventura que podría llevar a la inconstitucionalidad de la disposición (PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, pp. 319-320).

⁶³³ Esto es lo que, en líneas generales, parece afirmar Aboso, aunque con una redacción algo farragosa que dificulta la comprensión acerca de cuáles deberían ser esas condiciones: “Entendemos que una correcta lectura de esta disposición legal debería presuponer como condición necesaria que la responsabilidad de la empresa o persona jurídica producto del beneficio económico haya sido causada por una representación legal infiel o directamente por defecto de organización” (ABOSO, G., *op. cit.* [2020], p. 1664).

del hecho pertenezca a la organización o que, en caso de tratarse de un tercero ajeno a ésta, la persona jurídica haya ratificado su gestión, aunque fuera de manera tácita⁶³⁴.

Con relación a las sanciones, es oportuno mencionar que, de acuerdo con el segundo párrafo del art. 304 CP, al cual remite el art. 313, los jueces deberán tener en cuenta para su graduación, entre otros factores (como la extensión del daño, las dimensiones de la persona jurídica, etc.), “el incumplimiento de reglas y procedimientos internos” y “la omisión de vigilancia sobre la actividad de los autores y partícipes”. De acuerdo con ello, entran en consideración las medidas de organización que hayan sido adoptadas con el objeto de evitar la comisión de delitos⁶³⁵.

Por último, cabe mencionar que el art. 313 CP establece explícitamente que, cuando se trate de personas jurídicas que hagan oferta pública, las sanciones deberán ser aplicadas procurando no perjudicar a los titulares de los valores negociables en cuestión a quienes no les corresponda responsabilidad por el hecho delictivo. Esta disposición no conduce necesariamente a la imposibilidad de sancionar a la persona jurídica (tal como ha sido señalado por autorizada crítica)⁶³⁶, sino que le impone a los tribunales un parámetro distinto a tener en cuenta a la hora de seleccionar la sanción aplicable. Esto, a mi juicio, es acertado (y coherente con el espíritu del CP⁶³⁷) pues, de lo contrario, se

⁶³⁴ Esta es la solución que establece el art. 2 de la ley 27.401 (B.O. 1/12/2017), en relación con los delitos de corrupción: “Responsabilidad de las personas jurídicas. Las personas jurídicas son responsables por los delitos previstos en el artículo [1°] que hubieren sido realizados, directa o indirectamente, con su intervención o en su nombre, interés o beneficio. También son responsables si quien hubiere actuado en beneficio o interés de la persona jurídica fuere un tercero que careciese de atribuciones para obrar en representación de ella, siempre que la persona hubiese ratificado la gestión, aunque fuere de manera tácita. La persona jurídica quedará exenta de responsabilidad sólo si la persona humana que cometió el delito hubiere actuado en su exclusivo beneficio y sin generar provecho alguno para ella”.

⁶³⁵ Sin embargo, parte de la doctrina considera que esta disposición habilita a interpretar que “cuando el art. 304 del Cód. Penal fija las pautas para determinar la culpabilidad hace referencia, por un lado, a que el hecho debe ser cometido por la persona jurídica (debe ser su obra: no alcanza sólo con que el hecho la hubiere beneficiado, sino que el ente ideal debe haber participado en el hecho ilícito) y, por el otro, que la sanción parte de no ser el ente ideal un ciudadano fiel al Derecho (incumplimiento de reglas y procedimientos internos, omisión de vigilancia de los autores, etcétera)” (TROVATO, G., comentario al art. 304 CP, en BAIGÚN, D.; ZAFFARONI, E. (dirs.); TERRAGNI, M. (coord.), *op. cit.*, t. 12, p. 603). Por su parte, Robiglio reconoce que, por el propio texto legal, las referencias al incumplimiento de procedimientos internos y a la omisión de vigilancia no pueden entenderse como criterios de atribución del hecho a la empresa, sino como meros parámetros de graduación de las penas; aunque, a renglón seguido, considera que, de todos modos, pueden usarse como criterios para evaluar si puede afirmarse que los hechos fueron cometidos “en nombre” o “con intervención” del ente (ROBIGLIO, C., *op. cit.*, p. 509).

⁶³⁶ ORCE, G., comentario al art. 313 CP, en BAIGÚN, D.; ZAFFARONI, E. (dir.); TERRAGNI, M. (coord.), *op. cit.*, t. 12, pp. 681-683)

⁶³⁷ Por ejemplo, las disposiciones en materia de decomiso dejan a salvo la posición de los terceros de buena fe a título oneroso, reconociéndoles inclusive el derecho a ser indemnizados cuando aquel sea necesario por tratarse de cosas peligrosas para la seguridad común (*vid.* art. 23 CP).

estaría dejando sujeta a la discrecionalidad de los órganos jurisdiccionales la posibilidad de aplicar sanciones que no afecten patrimonialmente a individuos de buena fe.

CAPÍTULO VI

LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN EL DERECHO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

Sumario: 1. Las conductas contrarias a la transparencia. 1.1. Disposiciones legales relevantes. 1.2. Manipulación por injerencia indirecta: difusión de noticias falsas y prácticas engañosas que puedan inducir a error. 1.2.1. Manipulación informativa. 1.2.2. Manipulación operativa. 1.2.3. Manipulación mixta informativa-operativa. 1.3. Manipulación por injerencia directa: prácticas que pretendan o permitan la manipulación de precios de los valores negociables. 1.4. Relación entre el derecho administrativo sancionador y el derecho penal frente a hechos de manipulación de mercado. 2. Algunos datos con relación al *enforcement* administrativo.

1. LAS CONDUCTAS CONTRARIAS A LA TRANSPARENCIA

1.1. Disposiciones legales relevantes

Tal como es frecuente en todo el campo de las actividades vinculadas con la economía, también en materia de represión de la manipulación de mercado las herramientas del derecho penal se suman a las del derecho administrativo, que contiene disposiciones cuya infracción determina consecuencias jurídicas bajo la forma de sanciones⁶³⁸. Para llevar a efecto un estudio completo de la respuesta estatal frente a

⁶³⁸ LMC, art. 132: “Sanciones. I. Sanciones aplicables. Las personas humanas y jurídicas de cualquier naturaleza que infringieren las disposiciones de la presente ley y sus reglamentaciones, sin perjuicio de la responsabilidad penal o civil en que incurrieren, serán pasibles de las siguientes sanciones:

- a) Apercibimiento, que podrá ser acompañado de la obligación de publicar la parte dispositiva de la resolución en el Boletín Oficial de la República Argentina y hasta en dos (2) diarios de circulación nacional a costa del sujeto punido;
- b) Multa de pesos cien mil (\$ 100.000) a pesos cien millones (\$ 100.000.000), que podrá ser elevada hasta el quíntuplo del beneficio obtenido o del perjuicio ocasionado como consecuencia del accionar ilícito, si alguno de ellos resultare mayor;
- c) Inhabilitación de hasta cinco (5) años para ejercer funciones como directores, administradores, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, contadores dictaminantes o auditores externos o gerentes de mercados autorizados y de agentes registrados o de cualquier otra entidad bajo fiscalización de la Comisión Nacional de Valores;
- d) Suspensión de hasta dos (2) años para efectuar oferta pública o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública. En el caso de los fondos comunes de inversión, se podrán únicamente realizar actos comunes de administración y atender solicitudes de rescate de cuotas partes, pudiendo vender con ese fin los bienes de la cartera con control de la Comisión Nacional de Valores;
- e) Prohibición para efectuar ofertas públicas de valores negociables o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública de valores negociables.

esta clase de comportamientos es, por tanto, necesario analizar el alcance de esa normativa y, en particular, relacionarlo con el de los tipos penales tratados en el capítulo precedente.

La LMC, en su capítulo V, titulado “Régimen de transparencia”, dispone lo siguiente:

“Art. 116: Conductas sancionables. Serán pasibles de sanción las personas que en el ámbito de la oferta pública, difundieren noticias falsas por alguno de los medios previstos en la definición de oferta pública establecida en el artículo 2º de la presente ley⁶³⁹, aun cuando no persiguieren con ello obtener ventajas o beneficios para sí o para terceros, o perjuicios para terceros, incluida la sociedad emisora, siempre que hubieren obrado con dolo o culpa grave”.

Asimismo, su capítulo VI, dedicado a las “Acciones y sanciones por conductas contrarias a la transparencia”, establece:

Art. 117.b): “Manipulación y engaño. Los emisores, agentes registrados, inversores o cualquier otro interviniente o participante en los mercados autorizados, deberán abstenerse de realizar, por sí o por interpósita persona, en ofertas iniciales o mercados secundarios, prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables, alterando el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda. Asimismo, dichas personas deberán abstenerse de incurrir en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados, en relación con la compra o venta de cualquier valor negociable en la oferta pública, ya sea mediante la utilización de artificios, declaraciones falsas o inexactas o en las que se omitan hechos esenciales o bien a través de cualquier acto, práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado.

A los efectos de la determinación de la sanción de aquellas conductas descriptas, la Comisión Nacional de Valores considerará como agravante si la conducta sancionada fuere realizada por el accionista de control, los administradores, gerentes, síndicos de todas las personas sujetas a la fiscalización de la Comisión Nacional de Valores o funcionarios de los órganos de control”.

II. Ingreso del importe correspondiente a las sanciones. El importe correspondiente a las sanciones de multa deberá ser ingresado por los obligados a su pago dentro de los cinco (5) días posteriores a la fecha en que la resolución que las impone quede firme en sede administrativa y/o judicial según corresponda. Los recursos provenientes de las multas que aplique la Comisión Nacional de Valores serán transferidos al Tesoro nacional”.

⁶³⁹ LMC, art. 2: “Definiciones. En esta ley y sus disposiciones reglamentarias, se entenderá por: [...] Oferta pública: Invitación que se hace a personas en general o a sectores o a grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con valores negociables, efectuada por los emisores, por sus tenedores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, medios electrónicos incluyendo el uso de correo electrónico y redes sociales, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”.

Enseguida salta a la vista la gran variedad de conductas contempladas en esas disposiciones. En una primera aproximación, se observa que el art. 116 describe comportamientos de tipo informativo, mientras que el art. 117.b) parecería abarcar tanto modalidades informativas como operativas y, respecto de estas últimas, estarían previstas las dos posibles formas de incidencia en el mercado⁶⁴⁰. Así, por un lado, las prácticas que *pretendan o permitan la manipulación* de precios o volúmenes de los valores negociables se relacionarían con la injerencia directa y, por el otro, las prácticas *engañosas que puedan inducir a error* a cualquier participante en los mercados indicarían supuestos de injerencia indirecta.

El sentido de aquellas previsiones se completa con lo establecido en las Normas CNV⁶⁴¹, que permiten tener un cuadro más claro del espectro de conductas alcanzadas por la prohibición administrativa.

⁶⁴⁰ Para una definición de estos conceptos, *vid.* cap. I, apartado 2.2.

⁶⁴¹ Las disposiciones relevantes son las siguientes:

-Tít. XII (“Transparencia en el ámbito de la oferta pública”), cap. II (“Obligaciones de los participantes en el ámbito de la oferta pública”), sección IV (“publicidad y propaganda”), art. 8: “Las personas que, en el ámbito de la oferta pública, difundieren a sabiendas *noticias falsas o tendenciosas*, por alguno de los medios previstos en el artículo 2 de la Ley N° 26.831, aun cuando no persiguieren con ello la obtención de ventajas o beneficios para sí o para terceros, serán pasibles de las sanciones que correspondan” (el destacado me pertenece).

-Tít. XII, cap. III (“Conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública”), sección II (“Manipulación y engaño en el mercado”), art. 2: “En el marco de lo dispuesto en el inciso b) del artículo 117 de la Ley N° 26.831, las emisoras, los agentes de negociación, los inversores y/o cualquier otro interviniente en los Mercados, por sí o por interpósita persona, en ofertas iniciales o mercados secundarios, deberán:

a) Abstenerse de realizar prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables listados en Mercados.

b) Abstenerse de incurrir prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados, en relación con la compra o venta de cualquier valor negociable en la oferta pública.

Las conductas anteriores incluyen, pero no se limitan a, cualquier acto, práctica o curso de acción mediante los cuales se pretenda:

c) Afectar artificialmente la formación de precios, liquidez o el volumen negociado de uno o más valores negociables. Ello incluye:

c.1) Transacciones en las que no se produzca, más allá de su apariencia, la transferencia de los valores negociables.

c.2) Transacciones efectuadas con el propósito de crear la apariencia falsa de existencia de oferta y demanda o de un mercado activo, aun cuando se produzca efectivamente la transferencia de los valores negociables.

d) Inducir a error a cualquier interviniente en el mercado. Ello incluye:

d.1) Toda declaración falsa producida con conocimiento de su carácter inexacto o engañoso o que razonablemente debiera ser considerada como tal;

d.2) Toda omisión de información esencial susceptible de inducir a error por quienes se encuentran obligados a prestarla”.

1.2. Manipulación por injerencia indirecta: difusión de noticias falsas y prácticas engañosas que puedan inducir a error

El primer grupo de comportamientos alcanzados por aquella normativa está compuesto por los que inciden sobre los presupuestos cognitivos con base en los cuales los restantes participantes del mercado toman sus decisiones de inversión. De acuerdo con sus previsiones, éstos pueden tener lugar ya sea mediante la difusión de *información*, como a través de la realización de *operaciones* en el mercado.

1.2.1. Manipulación informativa

En cuanto a los supuestos de manipulación informativa, existen dos tipos infraccionales, que se diferencian entre sí por las características de los sujetos comprendidos, la clase de información que sus comportamientos deben involucrar, los medios a través de los cuales se la debe comunicar y, por último, el elemento subjetivo requerido.

En el caso del art. 116 LMC, se trata de una infracción que puede ser cometida por cualquier persona, en la medida en que su comportamiento se relacione con valores negociables que se encuentren en la oferta pública. La acción allí descripta consiste en la difusión de noticias *falsas*, por lo que valen aquí todas las consideraciones realizadas al analizar el sentido y el alcance de esta misma expresión en relación con el art. 309.1a) CP⁶⁴². Sin perjuicio de esto, es oportuno destacar que la reglamentación dictada por la CNV extiende la posibilidad de sanciones a las noticias *tendenciosas*⁶⁴³, por lo que también deben considerarse alcanzadas por el derecho administrativo sancionador aquellas que, pese a ser literalmente verdaderas, crean una falsa representación en virtud de la forma en la que son presentadas⁶⁴⁴.

Lo dicho hasta aquí ya basta para marcar algunas diferencias sustanciales entre el ámbito de cobertura del tipo infraccional del art. 116 LMC y el del tipo penal del art. 309.1a) CP: en efecto, para la configuración del primero, basta difundir información, tanto mediante la forma de una *mentira*, como de un *engaño*. sin que sea necesaria ni la

⁶⁴² Remito, por tanto, a ellas (*vid. cap. V, apartado 1.2.2.*).

⁶⁴³ El concepto de “noticia tendenciosa” y las razones por las cuales no puede considerársela comprendida bajo la expresión “noticias falsas” fue desarrollado en el mismo apartado citado en la nota precedente.

⁶⁴⁴ Podría alegarse que, en este punto, la CNV excedió sus facultades reglamentarias.

realización de transacciones u operaciones⁶⁴⁵, ni la producción de un resultado sobre la cotización.

En cuanto a los hechos respecto de los cuales deben versar las noticias, la ley nada dice. Por su parte, la reglamentación tampoco delimita este aspecto. En principio, por tanto, no cabe hacer distinciones entre los distintos hechos que pueden entrar en consideración para la imposición de sanciones. En consecuencia, las *opiniones* y las *estimaciones* podrían ser relevantes no en virtud de su objeto, sino en la medida en que su comunicación por alguno de los medios previstos importe difundir un hecho en sentido estricto. Del mismo modo, aun cuando no pueda afirmarse la falsedad del hecho futuro o incierto sobre el cual se realiza un *pronóstico*, este último sí podrá configurar una noticia falsa (y, por lo tanto, de ser difundido, una infracción), si alguno de los hechos con los que se relaciona (por ejemplo, la creencia del comunicador en el pronóstico, los datos en los que se basa, la persona a la que se le atribuye la autoría de esa predicción) son contrarios a la verdad. En resumidas cuentas, aquí también valen las consideraciones efectuadas al analizar el tipo penal⁶⁴⁶, con relación a la necesidad de tener en cuenta los distintos planos fácticos que pueden resultar relevantes para el inversor medio.

Por otra parte, en lo relativo a los medios a través de los cuales debe realizarse la difusión, la disposición administrativa supera en claridad a la norma penal, porque aquellos están expresamente previstos mediante una remisión a los enumerados en la definición de oferta pública. En particular, interesa señalar que, si bien dicha disposición alude a distintos medios de alcance masivo (transmisiones de televisión, colocación de carteles, uso de redes sociales, etc.), también incluye las comunicaciones *personales*⁶⁴⁷. En consecuencia, cabe concluir que también son relevantes desde el punto de vista del derecho administrativo sancionador la difusión de información falsa (o engañosa) que se realice mediante comunicaciones de persona a persona, siempre y cuando, considerada globalmente, tenga como destinatarias a “personas en general o a sectores o a grupos determinados”, de acuerdo con lo previsto en el art. 2 LMC.

⁶⁴⁵ Con relación al caso de la difusión de información falsa en *Twitter* (*vid.* cap. V, apartado 1.2.5.1. y, especialmente, las notas 447-448), también se dispuso la apertura de un sumario administrativo respecto de José Antonio Prats (*vid.* Resolución n° RRF-2021-156-APN-DIR#CNV, del 15/4/2021), por la infracción prevista en el art. 116 LMC. Para esa formulación de cargos, no fue necesario tener en cuenta, como conducta manipulativa, la realización de operaciones por parte de aquel. Tal como se vio oportunamente, ello sí fue necesario a los efectos del encuadre penal bajo las previsiones del art. 309.1a) CP.

⁶⁴⁶ *Vid.* cap. V, apartado 1.2.2.

⁶⁴⁷ En efecto, los “ofrecimientos personales” están previstos como un medio más entre los enumerados.

Por último, el art. 116 LMC especifica que no será necesario que el sujeto haya obrado con el propósito de obtener un beneficio o un perjuicio para sí o para terceros, en la medida en que lo haya hecho con dolo o culpa grave. Esta construcción puede llevar a cierta confusión, porque parecería aludir a tres exigencias subjetivas distintas (es decir, el dolo, la culpa grave y la intención interna trascendente), cuya verificación en forma alternativa bastaría para la configuración de la infracción. Sin embargo, este aspecto queda aclarado en la reglamentación que, con una formulación más sencilla (y más restrictiva), exige el conocimiento acerca de que lo que se está difundiendo son noticias falsas o tendenciosas⁶⁴⁸. En definitiva, la posibilidad de que, de la difusión de información, derive una situación directamente ventajosa para quien la realiza o perjudicial para un tercero (y, por lo tanto, indirectamente ventajosa para aquel) serán entonces elementos objetivos que podrán ser tenidos en cuenta para sostener, en un caso concreto, la existencia de ese conocimiento⁶⁴⁹.

Por su parte, el art. 117.b) LMC, al referirse a las prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error, especifica, como una de aquellas, la utilización de declaraciones falsas o inexactas o en las que se omitan hechos esenciales. Esta previsión, entonces, también contempla una modalidad de manipulación informativa que, en este caso, sólo puede ser llevada a cabo por los emisores, los agentes registrados, los

⁶⁴⁸ Específicamente, exige que la difusión se haga “a sabiendas”.

⁶⁴⁹ De acuerdo con el criterio jurisprudencial dominante, tanto en el fuero contencioso administrativo federal (competente para la revisión de las sanciones impuestas por la CNV, de acuerdo con el texto original art. 143 LMC), como en el fuero comercial (al que se transfirió esa competencia en virtud de la reforma de la LMC operada por Ley 27.440), para la sanción por infracciones administrativas no se requiere dolo: “tanto la existencia de dolo o culpa son indiferentes [...]. Es que, en el régimen de policía administrativa, la constatación de la infracción genera la consiguiente responsabilidad de y sanción del infractor, salvo que éste invoque y demuestre la existencia de alguna circunstancia exculpatoria válida” (*cf.* Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal, Sala III, “Miranda, Maximiliano Julián y otros c/ CNV s/ mercado de capitales – ley 26.831 – art. 143”, resolución del 5/9/2019 y sus citas; “Standard Bank Argentina S.A. y otros c/ CNV – Resol. 14034/13 [Ex 709/09] s/ recurso directo”, resolución del 8/10/2019 y sus citas; Cámara Nacional de Apelaciones en lo Civil y Comercial Federal, Sala II, “Grupo Financiero Valores S.A. y otros c/ CNV s/ apelación de resolución administrativa”, resolución del 20/4/2021).

La aplicación de este criterio, generalmente aplicado frente a infracciones formales (es decir, en las que se verifica el incumplimiento de determinados deberes administrativos), parecería más discutible frente a casos en los que la misma legislación tiene la peculiaridad de establecer expresamente la exigencia de dolo o culpa grave. Según puede reconstruir, no existen sentencias judiciales que traten este aspecto del art. 116 LMC. En este sentido, interesa destacar que la resolución administrativa de apertura del sumario en el caso de José Antonio Prats (*vid.* nota 645) no aborda este punto, pero sí hace referencia a las ventajas que aquel habría obtenido al negociar las acciones al precio alcanzado mediante la difusión de información falsa. Como ya se mencionó, esas operaciones no fueron consideradas relevantes para la configuración del comportamiento infraccional, por lo que su mención en ese contexto podría tener como sentido señalar un elemento a partir del cual puede inferirse la existencia de dolo en el comportamiento del sumariado. Esto último, sin embargo, no se explicita.

inversores o cualquier otro interviniente o participante en los mercados autorizado. De acuerdo con ello, la comisión de esta clase de infracción está restringida a los sujetos que ostenten alguno de esos roles, mientras que quedan fuera quienes no participen en los mercados. En este sentido, la disposición se asemeja al art. 309.1b) CP.

En cuanto a la información involucrada, ésta es mucho más amplia que la del art. 116 LMC (y que la de aquel tipo penal). En efecto, al hacerse referencia a las declaraciones (y no a las noticias), es claro que quedan abarcadas inclusive las que no estén referidas a hechos. Sin embargo, de allí no se sigue que cualquier tipo de manifestación pueda dar lugar a una infracción: dado que ésta debe configurar una práctica que *pueda* inducir a error a cualquier participante del mercado con relación a la compra o venta de valores que se encuentran en el régimen de oferta pública, su objeto (es decir, lo que se declara) debe tener una entidad tal que haga factible ese resultado. Más claramente: cualquier declaración es relevante en los términos del art. 117.b) LMC, pero a condición de que ésta sea idónea *ex ante* para generar en un inversor medio una creencia equivocada acerca de información con base en la cual decidir la realización de operaciones con valores negociables. Aquella información, por otra parte, puede ser tanto falsa, como meramente inexacta.

Al igual que en el art. 309.1b), también se prevé una variante omisiva del comportamiento susceptible de configurar una infracción. Si bien la referencia a “hechos esenciales”, contenida en la LMC, podría generar alguna perplejidad con relación a si aquella designación debe ser interpretada como equivalente a “hechos relevantes”⁶⁵⁰, la reglamentación despeja esas dudas al hacer referencia a las omisiones de información por parte de quienes se encuentran obligados a prestarla⁶⁵¹. Por lo tanto, cabría concluir que las omisiones relevantes para el derecho administrativo sancionador son, al igual que para el derecho penal, únicamente aquellas que se relacionan con información *ex ante* idónea para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables o el curso de su negociación. De ello, además, se deriva que, en este caso, el círculo de posibles autores de la infracción es más restringido que el especificado en la disposición, porque ésta sólo puede ser cometida por los emisores, agentes registrados, etc. sobre los cuales pesen esos deberes de información.

⁶⁵⁰ Para un desarrollo acerca de los alcances de esta expresión en la normativa administrativa, *vid.* cap. V, apartado 2.2.2.

⁶⁵¹ En cualquier caso, cabe aclarar que los supuestos contemplados en las Normas de la CNV tienen el alcance de una enumeración meramente ejemplificativa (no taxativa).

Respecto de los medios a través de los cuales deben ser efectuadas las declaraciones falsas o inexactas, no se establece ninguna limitación. El límite, por tanto, es siempre la factibilidad (de acuerdo con un juicio de prognosis póstuma) de que la manifestación, cualquiera que sean aquellos, conduzca a error a un inversor medio.

En cuanto al plano subjetivo, la LMC no especifica si las declaraciones deben realizarse con conocimiento de su carácter falso o inexacto o si basta con que ese conocimiento hubiera sido posible para quien obrara diligentemente. En cambio, las Normas CNV, al tratar el supuesto bajo análisis, mencionan que debe considerarse comprendida bajo éste toda declaración producida “con conocimiento de su carácter inexacto o engañoso” o que “razonablemente debiera ser considerada como tal”. Con esta última expresión, por tanto, la reglamentación parecería aclarar la posibilidad de que sea relevante el comportamiento culposo.

El art. 117.b) LMC también incluye una cláusula de apertura, mediante la cual se deja establecida la relevancia de “cualquier acto, práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado”. Desde el punto de vista de la manipulación de carácter informativo, esta previsión reviste interés porque su amplitud permite abarcar lo que aquí he dado en llamar “manipulación informativa en sentido amplio”. Ello, en la medida en que la puesta en escena de comportamientos (actos) externos al mercado sea idónea para (es decir, pueda) engañar a los participantes del mercado.

Para completar lo desarrollado hasta aquí, el ámbito de cobertura producto de la combinación de los arts. 116 y 117.b) LMC, con relación a la manipulación informativa, puede graficarse del siguiente modo:

CUADRO N° 16 COBERTURA DE LOS ARTS. 116 Y 117.b) LMC EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN INFORMATIVA					
Categoría ⁶⁵²	Tipología	Clase de información		Alcanzada	
		Engañosa	Falsa	Sí	No
Manipulación informativa	Difusión de noticias	X		X	
			X	X	
Manipulación informativa	Puesta en escena de comportamientos humanos externos al mercado	X		X	
			X	X	

⁶⁵² De acuerdo con la clasificación realizada en el cap. I.

1.2.2. Manipulación operativa

Al establecer el deber de abstenerse de incurrir en conductas engañosas, la legislación administrativa contempla, junto con las declaraciones falsas o inexactas, la utilización de “artificios”. Bajo esta designación⁶⁵³, pueden considerarse comprendidas las modalidades de manipulación indirecta de tipo operativo. Las Normas CNV, explícitamente, consideran incluidos dentro del universo de comportamientos alcanzados por cualquiera de los supuestos previstos en el art. 117.b) LMC aquellos mediante los cuales se pretenda afectar artificialmente la formación de precios, la liquidez o el volumen transaccional de uno o más valores negociables, mediante: 1) “transacciones en las que no se produzca, más allá de su apariencia, la transferencia de los valores negociables” y 2) “transacciones efectuadas con el propósito de crear la apariencia falsa de existencia de oferta y demanda o de un mercado activo, aun cuando se produzca efectivamente la transferencia de los valores negociables”.

Esa ejemplificación no taxativa brindada en la reglamentación es, a mi entender, clara en cuanto a que pueden dar lugar a una infracción tanto las transacciones manipulativas que, de acuerdo con la doctrina y jurisprudencia dominante en material penal, configurarían “negociaciones fingidas”, como aquellas que, por ser “reales”, están excluidas de este concepto⁶⁵⁴. De lo contrario, habría que entender que, con la primera previsión, se alude únicamente a comportamientos mediante los cuales se *aparente* una transacción que no se produzca realmente y que, con la segunda, la reglamentación se refiere a las operaciones *simuladas*. Pero, como se vio, en el contexto de los mercados institucionalizados, que funcionan como contraparte central de las operaciones⁶⁵⁵, esto no tiene ningún asidero. Lo único que puede “aparentarse” es una tratativa (o, mejor dicho, la intención de llevarla a cabo), mediante la colocación de órdenes, que luego son retiradas. Si esas órdenes no son retiradas, el acuerdo se perfecciona y se ejecuta la tradición de los valores y su respectivo precio. Entonces, dado que las Normas CNV se refieren a “transacciones” (y no, por ejemplo, a tratativas o a negociaciones) cabe concluir que *siempre* habrá una transferencia de títulos solo que, en el primer caso, ésta es

⁶⁵³ La expresión “negociaciones fingidas” contenida en el art. 300.1 CP (derogado y actual) y en el art. 309.1a) CP sería, en efecto, una reformulación de lo que en la legislación española que sirvió como fuente de la primera de esas disposiciones estaba previsto como “artificios” y, en la legislación italiana, como “medios fraudulentos”. Al respecto, *vid.* cap. V, apartado 1.2.3.

⁶⁵⁴ Para evitar repeticiones, me remito a lo desarrollado en el cap. V, apartado 1.2.3.

⁶⁵⁵ *Vid.* nota 401.

sólo simulada porque ocurre, pero no de la manera en que se observa externamente (por ejemplo, porque los valores pasan de una cuenta a otra cuenta, ambas pertenecientes a la misma persona o a personas que actúan concertadamente), mientras que, en el segundo, refleja los cambios realmente ocurridos en la titularidad de los valores negociables con los que se opera. En este último caso, lo que interesa para considerar a las transacciones como manipulativas es que la apariencia que se pretende generar con relación a la oferta y la demanda o a la actividad del mercado es falsa, en el sentido de que no se corresponde con el real interés que existe en la realización de transacciones con esos valores⁶⁵⁶.

De acuerdo con esto, en la medida en que satisfagan el requisito de aptitud *ex ante* para inducir a error, cabe concluir que están sujetas a sanciones todas las tipologías de manipulación operativa por injerencia indirecta. En este sentido, el tipo infraccional difiere⁶⁵⁷ del tipo penal porque: 1) no distingue entre transacciones fingidas y no fingidas de resultado artificioso; 2) no exige que las transacciones, en caso de ser fingidas, sirvan como un instrumento para la realización de otras operaciones reales; 3) no requiere la producción de un resultado ni sobre el precio, ni sobre los presupuestos cognitivos del comportamiento de otros participantes

CUADRO N° 17 COBERTURA DEL ART. 117.b) LMC EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN OPERATIVA					
Sub-categoría ⁶⁵⁸	Tipología	Involucra operaciones ⁶⁵⁹		Alcanzada	
		Fingidas	No fingidas	Sí	No
Mediante transacciones simuladas	Colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas	X		X	
Mediante transacciones simuladas	<i>Wash trades</i>	X		X	

⁶⁵⁶ En cualquier caso, aun si no se aceptara la tesis aquí propuesta, no debe excluirse *a priori* la posibilidad de que los comportamientos reales de resultado artificioso queden abarcados por la infracción administrativa, porque las Normas CNV son claras en cuanto a que los ejemplos descriptos no son taxativos. Aquellos considerarse incluidos, por ejemplo, bajo la cláusula de apertura “cualquier acto práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado”.

⁶⁵⁷ La indicación explícita de cuál es el círculo de sujetos activos que pueden resultar pasibles de sanciones administrativas no comporta una diferencia con el art. 309.1a) CP porque, dado que este último exige transacciones u operaciones, sólo puede ser llevado a cabo por los participantes del mercado, también comprendidos en la nómina del art. 117.b) LMC.

⁶⁵⁸ De acuerdo con la clasificación realizada en el cap. I.

⁶⁵⁹ De acuerdo con la posición dominante acerca del significado de la expresión “negociaciones fingidas” contenido en el art. 309.1a) CP.

Mediante transacciones simuladas	Órdenes cruzadas ilícitas	X		X	
Mediante transacciones simuladas	<i>Painting the tape</i>		X	X	
Mediante transacciones reales	<i>Abusive squeeze</i>		X	X	
Mediante transacciones reales	Mantenimiento del precio		X	X	
Mediante transacciones reales	Manipulación entre mercados		X	X	
Mediante transacciones reales	Control del <i>spread</i> entre precio de venta y de compra		X	X	
Mediante transacciones reales	Colusión como consecuencia de oferta pública inicial		X	X	

1.2.3. Manipulación mixta informativa-operativa

En función de la amplitud a la que vengo referencia, puede concluirse, sin esfuerzos argumentativos adicionales, que si todas las formas de manipulación informativa y operativa están alcanzadas por el derecho administrativo sancionador, *a fortiori* los están también las tipologías aquí definidas como mixtas. Al respecto, es irrelevante si el tramo informativo de la conducta puede encuadrarse como “declaración falsa o inexacta”. En definitiva, lo que corresponde establecer para una calificación correcta del tipo infraccional es si la combinación de ambos comportamientos (el informativo y el operativo) posee idoneidad para engañar a otros participantes, de acuerdo con el criterio de prognosis póstuma ya enunciado.

CUADRO N° 18
**COBERTURA DEL ART. 117.b) LMC EN LOS SUPUESTOS DE MANIPULACIÓN MIXTA
INFORMATIVA - OPERATIVA**

Categoría ⁶⁶⁰	Tipología	Clase de información		Involucra operaciones ⁶⁶¹		Alcanzada	
		Engañosa	Falsa	Fingidas	Reales	Sí	No
Manipulación mixta	<i>Pump and dump</i>	X		X		X	
		X			X	X	
			X	X		X	
			X		X	X	
Manipulación mixta	<i>Trash and cash</i>	X		X		X	
		X			X	X	
			X	X		X	
			X		X		

1.3. Manipulación por injerencia directa: prácticas que pretendan o permitan la manipulación de precios de los valores negociables

El otro supuesto contemplado por la legislación administrativa es el de las prácticas que pretendan o permitan la manipulación de precios, en este caso, no mediante el engaño a otros participantes del mercado, sino mediante la *alteración del normal desenvolvimiento de la oferta y de la demanda*. De acuerdo con esta previsión, por tanto, pueden considerarse comprendidos los supuestos de manipulación por vía de incidencia directa, mediante el ejercicio de poder de mercado.

Este tipo infraccional se diferencia de la figura penal, primero, porque no exige el acuerdo manipulativo de los principales tenedores. Dado que, por lógica, esta clase de comportamientos sólo pueden tener lugar *en* el mercado, la enumeración de potenciales sujetos activos contenida al inicio del art. 117.b), en la práctica, no determina la atipicidad de ningún comportamiento, porque para llevarlos a efecto es necesario, como mínimo, revestir la condición de participante.

Por otra parte, el uso de los verbos “pretendan” y “permitan” hace no sólo susceptibles de sanción a las conductas que produzcan en concreto el resultado manipulativo, sino también a aquellas que por sus características constituyan un mero riesgo de que ese resultado se produzca. En este sentido, la normativa administrativa se diferencia radicalmente del art. 309.1a) CP.

De acuerdo con la ejemplificación contenida en las Normas CNV, las transacciones relevantes son tanto las fingidas (en los términos de la doctrina y

⁶⁶⁰ De acuerdo con la clasificación realizada en el cap. I.

⁶⁶¹ De acuerdo con la posición dominante acerca del significado de la expresión “negociaciones fingidas” contenido en el art. 309.1a) CP.

jurisprudencia dominante), como las reales. Con respecto a estas últimas, el criterio para distinguir las de las no manipulativas es la *artificialidad* del resultado que éstas pretenden producir o producen⁶⁶².

1.4. Relación entre el derecho administrativo sancionador y el derecho penal frente a hechos de manipulación de mercado

Dada la extensión de los tipos infraccionales analizados, a esta altura, es evidente que *todas* las conductas que configuran el tipo penal de manipulación de mercado, así como también las relevantes en los términos del delito de ofrecimiento engañoso de valores negociables quedan asimismo comprendidas bajo las previsiones de los arts. 116 y 117.b) LMC y sus respectivas reglamentaciones.

Con respecto a si, en los casos en los cuales se verifique esa doble posibilidad de encuadre, sólo corresponde imponer las penas establecidas en el CP (o en la legislación penal especial) o si procede la aplicación las sanciones previstas en ambos ordenamientos, no existe en el ordenamiento vigente en Argentina una regla general⁶⁶³, por lo que es necesario analizar la normativa que concurre con relación a cada caso en particular. En materia de conductas manipulativas, la LMC es clara en cuanto a que las personas físicas y jurídicas que infringieran los deberes impuestos a nivel administrativo son pasibles de sanciones “*sin perjuicio* de la responsabilidad penal o civil en que incurrieren” (art. 132, LMC). Asimismo, desde un punto de vista procesal, esa normativa establece que la existencia de causas ante la justicia criminal “que pudieren *también* dar lugar a condenas en esa sede, no obstará a la prosecución y conclusión del trámite de los sumarios respectivos en la Comisión Nacional de Valores” (art. 137, LMC).

Al respecto, no me escapa que, en doctrina, la confluencia del derecho administrativo sancionador y el derecho penal es una cuestión ampliamente discutida desde la perspectiva de la garantía constitucional contra la doble persecución estatal por

⁶⁶² Aun cuando no se trate de una infracción meramente formal, al revisar la sanción impuesta por la CNV en un caso de manipulación directa, la Sala IV de la Cámara Nacional en lo Contencioso Administrativo Federal aplicó el criterio de la irrelevancia de la actuación dolosa al que se hizo referencia en la nota 649 (“Fernández Juan Carlos c/CNV s/ mercado de capitales – ley 26.831 – art. 143”, resolución del 18 de agosto de 2016).

⁶⁶³ En España, esta regla emanaría del art. 31 “Concurrencia de sanciones” de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.

un mismo hecho⁶⁶⁴ (*ne bis in idem*), con sustento en la dificultad de trazar distinciones entre las sanciones administrativas y las penas cuando, en definitiva, ambas involucran la imposición de un mal⁶⁶⁵. Sin embargo, tampoco puede desconocerse que, al menos hasta la actualidad, la posición de la CSJN, sobre este último punto, ha sido clara y sostenida a lo largo del tiempo: las sanciones del derecho administrativo son de carácter disciplinario, por lo que debe excluirse su *naturaleza* penal⁶⁶⁶.

En consecuencia, a los efectos del análisis que aquí interesa (es decir, el del tratamiento legislativo del fenómeno manipulativo, cabe concluir que de la superposición entre los ámbitos de cobertura de los tipos infraccionales y de los tipos penales se derivan la posibilidad concreta de que las conductas respecto de las cuales se verifique un doble encuadre sean doblemente sancionadas.

2. Algunos datos con relación al *enforcement* administrativo

⁶⁶⁴ En Argentina, esta garantía no está prevista expresamente en el texto de la Constitución Nacional, pero forma parte de los tratados internacionales cuya jerarquía constitucional establece el art. 75.22 de aquella. En particular, la Convención Americana sobre Derechos Humanos, art. 8.4 establece: “El inculpado absuelto por una sentencia firme no podrá ser sometido a nuevo juicio por los mismos hechos”. Asimismo, el art. 14.7 del Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos dispone: “Nadie podrá ser juzgado ni sancionado por un delito por el cual haya sido ya condenado o absuelto por una sentencia firme de acuerdo con la ley y el procedimiento penal de cada país”.

⁶⁶⁵ El desarrollo de esta temática excede el objeto de este trabajo. En el ámbito local, para una posición en contra de la aplicación de esta garantía frente a la confluencia de ambas potestades sancionatorias, con base en el argumento de la diversidad de los bienes jurídicos tutelados por uno y otro ordenamiento (lo cual excluiría el requisito de la *eadem causa petendi*), *vid.* LAURÍA, A., “El derecho administrativo sancionador en el ordenamiento jurídico argentino”, *Revista de Derecho Administrativo (El Derecho)*, t. 2007; para una posición favorable a su aplicación en el ámbito penal tributario, pese a que reconoce que hay casos (como el de las infracciones de tránsito) en los que ésta no podría ser invocada, LISICKI, F., “Coexistencia de penas y sanciones administrativas en materia penal tributaria: ¿es inconstitucional el art. 17 LPT por afectación a la garantía de *ne bis in idem*?”, en ALTAMIRANO, A.; RUBINSKA, R. (coords.), *Derecho penal tributario*, Ed. Marcial Pons, Buenos Aires, 2008. Para un exhaustivo recorrido por las principales visiones con relación a la diferencia (o identidad) entre sanciones administrativas y penales, LICHT, M., “La potestad sancionatoria de la Administración y su control judicial de cara a la realidad normativa”, *El Derecho*, t. 193, 2001.

⁶⁶⁶ *Vid.*, por todos, Fallos, 275:265; 281:211, dictados con relación a la potestas sancionatoria del Banco Central de la República Argentina. Respecto de las potestades sancionatorias de la CNV, este mismo criterio surge del dictamen de la Procuradora Fiscal ante la CSJN en el caso de Fallos 330:1855, al cual remitió íntegramente dicho tribunal. Sin perjuicio de esta invariada posición, cabe destacar que la jurisprudencia de la CSJN tiende a reconocer la aplicación de las garantías del debido proceso y de la defensa en juicio en el ámbito de los procesos sancionatorios de carácter administrativo (entre otros, Fallos 316:2043; 318:564; 319:1160; 324:3593). Con relación a los sumarios por infracciones a la normativa que rige en el mercado de capitales, por ejemplo, la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Civil y Comercial Federal, Sala I, revocó la resolución mediante la cual la CNV había condenado por hechos encuadrados como manipulación de mercado (en los términos del art. 34 del derogado Decreto 677/01), con sustento en la violación de la garantía de plazo razonable (“Constantini Eduardo Francisco y otros c/ Comisión Nacional de Valores s/ apel. de resolución administrativa”, resolución del 10 de septiembre de 2019).

Antes de concluir esta sección, creo pertinente referirme brevemente a la concreta incidencia de la normativa administrativa en relación con las prácticas de manipulación de mercado. Para ello, a continuación exhibiré la información disponible⁶⁶⁷ acerca de los procesos sumariales instruidos por la CNV en casos de manipulación de mercado, cometidos o llegados a conocimiento de esa autoridad desde 2012 (año de entrada en vigencia de la LMC) hasta la actualidad. El objetivo, que por ahora sólo adelanto, es contar con herramientas para el análisis que llevaré a efecto en el capítulo siguiente.

En el período de tiempo señalado, aquel organismo dio apertura a *ocho sumarios* administrativos por hechos calificados bajo alguno de los supuestos infraccionales vinculados con prácticas de manipulación de mercado. En función de la fecha de comisión de los hechos, uno fue encuadrado en función del art. 34⁶⁶⁸ del derogado Decreto 677/2001; uno en función de esta última disposición y del art. 117.b) LMC (dado que incluye varios hechos, algunos cometidos durante la vigencia de aquella y otros una vez entrada en vigor esta última); cinco fueron calificados en los términos del art. 117.b) y uno con base en el art. 116 LMC.

Sobre ese total, tres hechos obedecen a comportamientos de tipo informativo y cinco a conductas llevadas a cabo mediante operaciones. Entre estas últimas, surge de la descripción de los hechos que dos se habrían caracterizado por una incidencia directa en el precio, dos por una incidencia indirecta y una por ambas.

⁶⁶⁷ Ésta puede obtenerse a partir de la consulta del sitio *web* <https://www.argentina.gob.ar/cnv/resoluciones-disciplinarias> (enlace consultado el 24/6/2022), sección “sumarios”.

⁶⁶⁸ Decreto 677/2001, art. 34: “Manipulación y engaño al mercado. Los emisores, intermediarios, inversores, o cualquier otro interviniente o participante en los mercados de valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza, deberán abstenerse de realizar, por sí o por interpósita persona, en ofertas iniciales o mercados secundarios, prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables, derechos, o contratos a término, de futuros y opciones, alterando el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda; debiendo observar especialmente las disposiciones legales y reglamentarias pertinentes.

Asimismo, dichas personas deberán abstenerse de incurrir en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados, en relación con la compra o venta de cualquier valor negociable en la oferta pública o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza, ya sea mediante la utilización de artificios, declaraciones falsas o inexactas o en las que se omitan hechos esenciales, o bien a través de cualquier acto, práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado.

A los efectos de la determinación de la sanción de aquellas conductas que se consideren manipulación y/o engaño al mercado, la COMISION NACIONAL DE VALORES considerará como agravante si la conducta sancionada fuere realizada por el accionista de control, los administradores, gerentes, síndicos, intermediarios o funcionarios de los órganos de control”.

El plazo transcurrido en promedio entre la fecha de los hechos (o de su conocimiento por parte de la CNV, en caso de que éste haya ocurrido con posterioridad) y la resolución que dispuso abrir el proceso sumarial es de *cuatro años y medio* (cincuenta y cinco meses). En los dos sumarios en los que esta decisión se demoró más, transcurrieron más de cinco años y medio (setenta meses) desde la fecha de los hechos. Por su parte, el caso en el cual ésta tardó menos fue el único relacionado con una omisión de informar hechos relevantes⁶⁶⁹ anoticiada al organismo a partir de una denuncia. En este caso, la apertura del sumario demoró poco más de dos años (veintiséis meses).

De los ocho sumarios, *cinco siguen en trámite* con relación a todos los sujetos sindicados al momento de la apertura. En dos se han dictado resoluciones conclusivas, pero únicamente respecto de personas que habían sido erróneamente incluidas en la nómina de sujetos involucrados y que, por lo tanto, fueron desvinculadas. En el único caso en el que el proceso arribó a un cierre para todos los sumariados, se dispuso una condena. Su dictado se produjo a *cuatro años* de la apertura del proceso sumarial.

⁶⁶⁹ Expediente n° 2480/2014.

CUADRO N° 19
SUMARIOS ADMINISTRATIVOS POR HECHOS DE MANIPULACIÓN COMETIDOS DESDE 2012 EN ADELANTE

N° de expediente	Fecha de los hechos o de la denuncia ⁶⁷⁰	Fecha de apertura del sumario	Fecha de cierre del sumario	Categoría manipulativa	Tipo de injerencia en el precio	Tipo infraccional	Cantidad de meses entre último hecho o denuncia y apertura del sumario	Cantidad de meses entre apertura y cierre del sumario	Resultado
2918/2012	20/9/2012	30/10/2017	11/11/2021	operativa	indirecta y directa	Art. 34 Decreto 677/2001	61	48	Condena
79/2013 y 1245/2013	29/11/2012 a 18/4/2013	8/2/2018	3/5/2018	operativa	directa	Art. 34 Decreto 677/2001 y 117.b) LMC	57	2	Pendiente de conclusión para la mayor parte de los sumariados. Sólo fue desvinculado un sumariado por error de identificación.
1791/2014	29/10/2013 a 13/3/2014	30/10/2017	-	informativa ⁶⁷¹	-	Art. 117.b) LMC	43	-	Pendiente de conclusión
2480/2014	11/7/2014	22/9/2016	-	informativa	-	Art. 117.b) LMC	26	-	Pendiente de conclusión
3248/2014	23/7/2014 a 29/8/2014	15/7/2020	8/6/2021	operativa	indirecta	Art. 117.b) LMC	70	10	Pendiente de conclusión para la mayor parte de los sumariados. Sólo fue desvinculado un sumariado por error de identificación.
3245/2014	27/3/2014 a 22/9/2014	15/7/2020	-	operativa	directa	Art. 117.b) LMC	69	-	Pendiente de conclusión
128/2016	28/5/2015	15/4/2021	-	informativa	indirecta	Art. 116 LMC	70	-	Pendiente de conclusión
3580/2017	22/9/2017	3/8/2021	-	operativa	indirecta	Art. 117.b) LMC	46	-	Pendiente de conclusión

⁶⁷⁰ Se indica la fecha más reciente en el tiempo en caso de que haya una diferencia temporal entre los hechos y la toma de conocimiento por parte de CNV.

⁶⁷¹ El expediente se inicia con motivo de la detección de operaciones sospechosas de negociación con sustento en información privilegiada. El encuadre bajo el art. 117.b) LMC obedece a que, ya en el contexto de la investigación previa a la apertura del sumario, se advirtió que el agente había informado falsamente al mercado con relación a que las operaciones eran para cartera propia y no para sus clientes.

CAPÍTULO VII

PROPUESTA DE LEGE FERENDA

Sumario: 1. Toma de posición acerca de la regulación de la manipulación de mercado en la legislación penal argentina. 2. Una posible formulación del delito de manipulación de mercado. 2.1. Manipulación por injerencia indirecta en el precio. 2.1.1. Manipulación informativa. 2.1.2. Manipulación operativa impropia. 2.1.3. Manipulación omisiva. 2.2. Manipulación por injerencia directa. 2.3. Propuesta de redacción. 2.4. Reflexión final.

1. TOMA DE POSICIÓN ACERCA DE LA REGULACIÓN DE LA MANIPULACIÓN DE MERCADO EN LA LEGISLACIÓN PENAL ARGENTINA

Al finalizar la primera parte de este trabajo, afirmé que la criminalización de la manipulación de mercado está justificada y que, además, el enfoque desde la perspectiva de la ilicitud material de esta clase de conductas brinda razones de peso para llevarla a efecto⁶⁷². De acuerdo con esto, puede concluirse que la decisión del legislador argentino de regular este fenómeno y de contemplar la imposición de sanciones a su respecto es legítima.

Tanto en la formulación originaria del tipo penal de agiotaje, como en la reforma de 2011, pude observar que la decisión político-criminal fue la de reservar el castigo penal para los ataques más graves al interés merecedor de tutela jurídica, lo cual resulta adecuado desde el punto de vista del principio de fragmentariedad. Por otra parte, con relación a la Ley 26.733, es apreciable la intención del legislador de dotar de autonomía a las figuras dedicadas al mercado de capitales, ya sea desde un punto de vista sistemático, como en lo relativo a la definición de las acciones típicas.

Asimismo, parece adecuado el equilibrio que se pretendió establecer entre las prohibiciones penales y las del derecho administrativo sancionador, cuyos alcances

⁶⁷² Debe admitirse que, para una adecuada política criminal, sería necesaria la elaboración de estudios empíricos acerca de este fenómeno dentro del mercado argentino, lo cual se echa de menos. Sin embargo, de ahí no se sigue que esta clase de comportamientos no existan, o que tengan una presencia irrelevante en el ámbito doméstico sino, en todo caso, que se está frente al conocido problema de la cifra dorada de la criminalidad económica (sobre este punto, en alusión a las estadísticas oficiales en Argentina, *vid.* OLAETA, H.; COMBA, A., “Algunas reflexiones sobre el estudio de los delitos económicos en Argentina”, en OLAETA, H. [compilador], *Delincuencia económica organizada. Tres aproximaciones desde la criminología*, Universidad Nacional de Quilmes, Bernal, 2016, disponible en <http://www.cipce.org.ar/sites/default/files/2016/11/articulos2599.pdf>, enlace consultado el 24/6/2022).

muestran a las claras que se quiso reservar para este último el tratamiento de la mayor parte de los casos⁶⁷³.

No obstante, tal como lo fui explicando al abordar cada una de las exigencias contempladas en el art. 309.1a) CP, a causa de una inadecuada técnica legislativa, el campo de actuación de ese tipo penal no sólo es muy reducido (lo cual no sería necesariamente un defecto), sino que termina por alcanzar únicamente casos cuya configuración es extraña y no se condice con las características usualmente presentes en esta clase de conductas⁶⁷⁴.

Con relación al art. 309.1b) CP, en cambio, el problema radica en que, a pesar de que todo parece indicar que el legislador quiso abarcar los comportamientos relacionados con el mercado secundario, el hecho de haber mantenido como acción típica la del ofrecimiento determina la necesidad de hacer un esfuerzo interpretativo para poder afirmar la autoría de los participantes del mercado sobre los cuales pesan los deberes informativos cuyo incumplimiento, de acuerdo con la doctrina dominante, se quiso penalizar.

A continuación, plantearé una posible reformulación de ambas figuras, procurando mantener sus ámbitos de cobertura con un alcance similar al que surge del viejo art. 300 CP y del tipo penal actualmente vigente, en el entendimiento de que, a través de este último, lo que se buscó no fue reducir drásticamente los alcances de aquel, sino sólo describir los comportamientos penalmente relevantes de un modo más apropiado en función de las características del entorno que se pretende regular. Para satisfacer esta última finalidad, tendré en cuenta las conclusiones extraídas al final de los capítulos III y IV, así como también las consideraciones realizadas hacia el final de la primera parte, a las cuales me remito, a fin de evitar reiteraciones innecesarias.

⁶⁷³ Sin embargo, lo que no resulta apropiada es la superposición de ambos ordenamientos. Al respecto, sería también necesaria una reforma de las disposiciones de derecho administrativo a fin de lograr “una cuidadosa delimitación de los supuestos de hecho y una minuciosa selección de las consecuencias jurídicas más coherentes, con la precaución añadida de que ninguno de los elementos que el ordenamiento jurídico haya estimado dignos de sanción quede al margen de ella, pero, simultáneamente, con la obligación de evitar que sobre un solo supuesto de hecho pueda recaer una duplicidad normativa de consecuencias sancionadoras” (TERRADILLOS BASOCO, J. M., *Empresa y derecho penal*, Ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 2001, p. 117).

⁶⁷⁴ En este sentido, la crítica por la supuesta superinclusividad del art. 309 CP, que habría dejado a “los ciudadanos al arbitrio desmedido del poder del Estado” (CASTEX, F., “Leyes antiterroristas, anti mercado y anti ¿quién?”, *Suplemento Especial: Nuevo Régimen Penal Tributario 2012*, Ed. La Ley, cita *online* TR LALEY AR/DOC/156/2012) no revela más que un análisis superfluo de la disposición.

2. UNA POSIBLE FORMULACIÓN DEL DELITO DE MANIPULACIÓN DE MERCADO

2.1. Manipulación por injerencia indirecta en el precio

Tal como lo adelanté⁶⁷⁵, en función de la modalidad del ataque al interés tutelado que conllevan esta clase de comportamientos, es necesario configurar su tipificación bajo la forma del delito de peligro concreto⁶⁷⁶. Debe exigirse, por lo tanto, que los comportamientos sean idóneos, con criterio *ex ante*, para producir una alteración o mantenimiento artificial del precio de uno o más valores negociables.

Desde el punto de vista subjetivo, dado que la ilicitud material de esta clase de comportamientos se explica con base en el engaño, es adecuado mantener como exigencia su carácter doloso.

2.1.1. Manipulación informativa

La lección más importante que puede extraerse del estudio de la lesividad de esta clase de comportamiento manipulativo consiste en que su impacto en la función informativa del precio depende de la extensión de la distribución de la información. De acuerdo con ello, sería apropiado limitar la prohibición penal a los comportamientos que tengan un alcance amplio. En este sentido, una formulación adecuada para armonizar las disposiciones penales con la regulación administrativa del mercado de capitales sería la de exigir que la difusión se instrumente de acuerdo con alguno de los medios legalmente establecidos para la oferta pública (art. 2 LMC⁶⁷⁷). Esto, además, permitiría abarcar comunicaciones realizadas de forma personal (lo cual, como se vio, también

⁶⁷⁵ Vid. cap. III, apartado 3.

⁶⁷⁶ Ésta es la tendencia de las figuras vigentes en el derecho comparado que se caracterizan, en general, por: 1) haber dejado de lado la exigencia típica de producción de un resultado, bastando la sola comisión de la conducta considerada manipulativa; 2) compensar ese déficit de resultado mediante la exigencia de a) un elemento subjetivo consistente en la intención trascendente de alterar el precio y/o b) una especial idoneidad manipulativa de la conducta descrita en el tipo. Para un análisis de los principales cambios que significó la evolución desde las figuras de agiotaje mercantil a las modernas regulaciones penales en materia de valores negociables, vid. LONDOÑO MARTÍNEZ, F., “Aproximación histórico-comparada al Título VIII de la Ley de Mercado de Valores: bases para el reconocimiento de un contenido anti-manipulativo”, *Política Criminal*, vol. 10, n° 20, 2015, pp. 390-467.

⁶⁷⁷ Para esta definición, vid. cap. V, apartado 2.2.1.

puede dar lugar a comportamientos altamente lesivos desde un punto de vista abstracto), siempre y cuando el círculo de destinatarios revista cierto grado de indeterminación.

Por otra parte, el análisis acerca de la ilicitud material ha permitido comprender que, dadas las específicas características del mercado de capitales, a los efectos de inducir a error a otros participantes, no interesa la estructura formal de la comunicación, sino que lo relevante es que se trate de información que pueda ser tenida en cuenta por un inversor medio para tomar sus decisiones de actuación.

Del mismo modo, debería abandonarse la limitación del comportamiento típico al que involucra información falsa pues, como se vio, la difusión de aquella que sólo es engañosa puede ser igualmente lesiva y materialmente ilícita, si es llevada a cabo por personas que revistan una condición de autoridad o si se la acompaña con comportamientos que habiliten a los receptores del mensaje a recoger sus implicaturas.

En función de estas observaciones, se podría distinguir entre clases de autores y clases de información, pero esto llevaría a una redacción demasiado casuística. Para evitar este problema en la técnica legislativa, sería conveniente establecer como criterio de delimitación del alcance del tipo penal la relevancia de la información y su concreta aptitud para llevar a error a otros participantes.

2.1.2. Manipulación operativa impropia

En este caso, una eventual reforma debería superar los problemas que, a nivel interpretativo, generó la referencia al carácter fingido de las negociaciones. Asimismo, para dar coherencia a la descripción del comportamiento típico con lo que se observa en la práctica, sería necesario eliminar la doble exigencia de transacciones reales y no reales⁶⁷⁸. En definitiva, debería exigirse que, por su carácter engañoso, sean susceptibles de llevar a error a otros participantes con relación a la negociación de uno o más valores negociables.

⁶⁷⁸ Sobre todos estos problemas, *vid.* cap. V, apartado 1.2.3.

2.1.3. Manipulación omisiva

Con respecto a los comportamientos previstos en el art. 309.1b) CP, en función de las dinámicas que caracterizan al mercado de negociación secundaria, sería necesario desplazar como acción típica al ofrecimiento, para resolver los problemas de aplicación a los que me referí anteriormente⁶⁷⁹.

Asimismo, con el objeto de que no queden dudas acerca de que se trata de una disposición que pretende castigar a quienes incumplen deberes de información, correspondería explicitar esta circunstancia que, por otra parte, es coherente con la idea de que el engaño omisivo sólo puede ser realizado por quien reviste una posición de garante por la cual debe corregir la idea falsa que otra persona pueda tener⁶⁸⁰.

2.2. Manipulación por injerencia directa

En cuanto a la manipulación por injerencia directa, ya se vio que es posible estructurarla como un delito de resultado de lesión⁶⁸¹, lo cual resulta preferible para garantizar que sólo las formas más graves de agresión al bien jurídico sean pasibles de reproche penal. Por lo tanto, en este punto, debería mantenerse la redacción actual.

Lo que, en cambio, exige una urgente modificación es la actual delimitación de los autores a los principales tenedores de la especie que, en general, no se relaciona con una mayor aptitud lesiva y, mucho menos, en función de la exigua capitalización bursátil del mercado doméstico y la baja liquidez de gran parte de las especies que allí se negocian⁶⁸².

En cuanto al comportamiento típico, en este caso, es necesario tener especialmente en cuenta que, en los mercados de capitales, el precio de la cotización se fija a partir de las transacciones que allí se realizan, por lo que la formulación del tipo penal en términos únicamente resultativos no alcanza a distinguir adecuadamente las

⁶⁷⁹ Al respecto, *vid.* 2.2.3. de este mismo capítulo.

⁶⁸⁰ Al respecto, *vid.* cap. IV, apartado 2.5.

⁶⁸¹ Al respecto, *vid.* cap. III, apartado 3.

⁶⁸² *Cfr.* cap. IV, apartado 1.2.4.

acciones merecedoras de reproche de las que no lo son. Para no caer en formulaciones casuísticas y, a la vez, lograr una redacción suficientemente concreta, sería oportuno recurrir a la técnica de la ley penal en blanco, exigiendo que las acciones que producen el resultado típico infrinjan alguna de las reglas de negociación establecidas en el derecho administrativo o en los reglamentos operativos⁶⁸³. Esto, por otra parte, es coherente con el análisis realizado en el plano de la ilicitud material: para que la criminalización de esta clase de comportamientos sea válida desde esa perspectiva, es necesario que éstos sean tramposos, es decir, que violen una regla con el objeto de obtener una ventaja por sobre otros.

En función de lo último, corresponde no sólo sostener la exigencia de que el comportamiento sea doloso, sino también mantener la previsión de una intención específica de obtener un beneficio.

2.3. Propuesta de redacción

En función de lo expuesto, las conductas típicas podrían describirse del siguiente modo:

1) manipulación informativa: “el que, por alguno de los medios previstos para la oferta pública de valores negociables, efectuara comunicaciones acerca de noticias, rumores, pronósticos o cualquier otra información falsa o engañosa que, por su contenido y/o forma de presentación, sean concretamente idóneas para hacer subir, bajar o mantener el precio de uno o más valores negociables”.

2) manipulación operativa impropia: “el que ordenara o realizara operaciones que, por transmitir señales engañosas⁶⁸⁴ acerca de la negociación de uno o

⁶⁸³ Sobre la utilización de la técnica penal en blanco como recurso válido para crear tipos suficientemente concretos, sin caer en técnicas legislativas casuísticas, *vid.* CORCOY BIDASOLO, M., *op. cit.* (2008), p. 171.

⁶⁸⁴ Esta expresión se toma del art. 284.3 CPE que penaliza el comportamiento de quienes “realizaren transacciones, transmitieren señales falsas o engañosas, o dieran órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios falsos o engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero”. Teniendo en cuenta que Italia es otro país que desarrolló su figura de manipulación de mercado a partir del agiotaje mercantil decimonónico, una formulación que también puede resultar de interés para nuestra cultura jurídica es la del art 185.1 del TUF, que alude a “operaciones simuladas u otros artificios” (“*operazioni simulate o altri artifici*”). Si bien, a mi entender, la última referencia permite abarcar aquellos comportamientos manipulativos que no pueden ser descriptos como simulados (o fingidos), considero más adecuada la descripción de la conducta típica de la disposición española porque, en definitiva, lo relevante para la criminalización de esta clase de comportamientos es que el peligro

más valores negociables, sean concretamente idóneas para hacer subir, bajar o mantener su precio o el de otros relacionados”.

3) manipulación omisiva: “el que, teniendo un deber de informar al público acerca de acerca de todo hecho o circunstancia apta para afectar el curso de la negociación, lo comunicara falsa o engañosamente u omitiera comunicarlo”.

4) manipulación operativa propia: “el que, con la finalidad de obtener un beneficio para sí o para terceros, realizara negociaciones en infracción a los deberes y reglas para la actuación en los mercados de valores, mediante las cuales hiciera subir, bajar o mantener el precio de uno o más valores negociables”.

2.4. Reflexión final

Antes de pasar a la sección conclusiva de este trabajo, creo imprescindible recalcar que, por más mejoras que puedan realizarse a los tipos penales de manipulación de mercado (cuya necesidad, a esta altura, es evidente), la eficacia en la persecución de esta clase de comportamientos no mejorará en la medida en que no se brinden los recursos (materiales y humanos) necesarios para hacerlo, así como tampoco si las personas responsables de llevar a cabo esta importante función se mantienen escépticas con relación a la importancia de cumplirla.

Al respecto, los datos numéricos recabados con relación a la actuación de la CNV frente a este tipo de casos son demostrativos acerca de que ni siquiera una disposición hiperinclusiva como la del art. 117.b) LMC tiene aplicación efectiva si los procesos necesarios para llevarla a efecto son burocráticos e ineficientes. Esta inaplicación, sin embargo, no me lleva a concluir que, frente a la ausencia de niveles adecuados de *enforcement*, sea preferible la ausencia de normas⁶⁸⁵. Antes bien, con relación a los delitos del mercado de capitales, rige la idea de que “la inaplicación no deslegitima por sí misma esos delitos sino que debería obligar a analizar si las causas de esa inaplicación y sólo en caso de que se advirtiera de la ineficacia o imposibilidad absoluta de su aplicación se justificaría su desincriminación”⁶⁸⁶.

concreto de lesión al bien jurídico se produzca mediante el engaño de otros participantes, sin que interesen las estrategias concretamente adoptadas para llevarlos a error.

⁶⁸⁵ De otra opinión, específicamente con relación a los delitos de la ley 26.733, PAOLANTONIO, M., *op. cit.*, p. 359.

⁶⁸⁶ CORCOY BIDASOLO, M., *op. cit.* (2008), p. 170.

CONCLUSIONES FINALES

1. DE LA PRIMERA PARTE

La idea de llevar a efecto una investigación acerca de la manipulación de mercado nació de haber experimentado los distintos obstáculos que conducen a una escasísima persecución penal de esa clase de comportamientos en Argentina. Mi intuición inicial fue que, más allá de los problemas estructurales presentes en los organismos que intervienen en las distintas fases de los procesos, los operadores responsables de la detección, investigación y enjuiciamiento de los casos tienen serios reparos acerca de que se trate de comportamientos verdaderamente merecedores de castigo, así como también de que la intervención estatal coactiva sea la herramienta más adecuada para enfrentarlos.

A partir de estas observaciones, en la primera parte del trabajo, me dediqué a indagar en las razones de peso para la criminalización de aquel fenómeno o, por lo menos, de algunas de sus manifestaciones, en el contexto de los mercados de negociación secundaria. Lo hice desde una perspectiva dual: primero, siguiendo el criterio tradicional para la justificación del castigo en el contexto de un Estado liberal de derecho, me concentré en el estudio de la lesividad de las prácticas manipulativas; luego, tomando prestados los conceptos propios del discurso de legitimación de normas de la tradición anglosajona, me pregunté por la ilicitud material de esta clase de comportamientos.

A continuación, repasaré los principales hallazgos de aquella sección:

1.1. Sobre la lesividad de la manipulación de mercado

1.1.1. El mercado financiero desempeña una función fundamental para todo sistema económico moderno. Ésta consiste en la canalización del ahorro en inversión. En efecto, a través de los dos segmentos que lo componen (el bancario y el de valores) tiene lugar el traspaso de recursos económicos desde los actores que los poseen en exceso hacia aquellos que los necesitan.

Particularmente, en el mercado de capitales, esa transmisión se produce en forma directa desde los inversores hacia los emisores, mediante la adquisición de valores negociables en las ofertas públicas primarias. Esta característica representa una ventaja con relación al mercado bancario, porque permite que quienes necesitan financiamiento puedan obtenerlo a menor costo y por mayores volúmenes, a la vez que implica márgenes de ganancias más altos para quienes invierten sus fondos excedentes. En función de ello, el mercado de capitales es el sector del mercado financiero que entra en juego cuando se requiere crédito de largo plazo para la realización de proyectos de gran escala, tanto por parte del sector público, como por parte del sector privado. De ahí deriva la gran importancia de contar con esa clase de mercados, para el progreso estructural de toda nación.

La misma existencia del mercado de capitales depende del desarrollo de los mercados secundarios. Sin esos segmentos de negociación, en efecto, la compra de valores negociables implicaría para los inversores una renuncia a su poder adquisitivo de tan largo plazo que nadie estaría dispuesto a realizarla, por lo que el cumplimiento de la función de canalización del ahorro en inversión sería inviable.

1.1.2. Como todo activo financiero, los valores negociables, que son el objeto en torno al cual giran todas las transacciones realizadas en los mercados de capitales, se caracterizan por su intangibilidad. De esta deriva que, para establecer el atractivo que reviste una operación con aquellos, los agentes económicos deben asignarle valor a una serie de propiedades inmateriales sobre la base de las cuales determinan la factibilidad de que el activo en cuestión les genere utilidades o les ocasione pérdidas.

Mientras que, en el mercado del dinero, la intermediación realizada por los bancos amortigua los riesgos de empresa y de crédito que intervienen en toda operación de financiamiento, el carácter directo del traspaso de recursos que distingue a los mercados de capitales trae aparejados, como contrapartida de los beneficios anteriormente mencionados, mayores riesgos y, sobre todo, incertidumbre. La razón de esto último radica en que la información necesaria para evaluar la predictibilidad de retornos no está disponible para el público general y, aun cuando lo esté, su interpretación exige de facultades de procesamiento con las que únicamente cuentan los participantes profesionales.

Frente a este contexto, sostuve que el precio de los valores negociables actúa como un vehículo de información con relación a aquellas propiedades o, más sencillamente, como un indicador acerca de la presencia o ausencia de factores con base en los cuales decidir acerca de qué operaciones realizar (o abstenerse de realizar) respecto de un determinado activo. De allí se sigue que el hecho de que el precio desempeñe esa función es una condición necesaria y constitutiva para la existencia de los mercados secundarios (y, por consiguiente, de todo el mercado de capitales). En efecto, en su ausencia, los participantes medios no cuentan con los insumos (*inputs*) indispensables para actuar.

A partir de esa observación, concluí que la función informativa del precio constituye un interés público merecedor de protección jurídica, pues posibilita la existencia de un espacio imprescindible para la transferencia de capital desde las unidades superavitarias a las unidades deficitarias que lo requieren para la realización de proyectos de gran escala (por ejemplo, puesta en marcha de emprendimientos productivos, realización de obras de infraestructura, etc.), que redundan en el bienestar personal de cada uno de los individuos que forman parte de la comunidad.

1.1.3. A mi entender, aquella perspectiva es superadora con relación a otros intereses (o, más precisamente, bienes jurídico-penales) a partir de los cuales la doctrina especializada perteneciente a la tradición europeo-continental funda la legitimidad de la criminalización de las conductas de manipulación de mercado.

Con relación a la tesis de la libre competencia, expliqué que las dos objeciones que tradicionalmente se esgrimen en su contra, basadas en la inexistencia de mercados de competencia perfecta y en su incompatibilidad con el cariz intervencionista que, en cierta medida, presentan en la actualidad las relaciones entre el Estado y la economía, pueden ser fácilmente superadas si se entiende a aquella como el interés estatal en que la formación de precios en el mercado de valores funcione de acuerdo con las reglas de la libre competencia. Sin perjuicio de esto, sostuve que tal interés no existe sino que, en todo caso, aquel mecanismo para la fijación de precios constituye una herramienta para la eficacia en la asignación de recursos y, por vía de ésta, para el cumplimiento del verdadero interés estable y digno de protección que es la canalización del ahorro en inversión. A diferencia de la libre competencia, la función informativa del precio no es un factor instrumental, sino una condición necesaria para que los mercados secundarios existan con el alcance exigido para que aquella finalidad central pueda cumplirse. Y,

con respecto a la canalización del ahorro en inversión, dicha función informativa representa un interés más directamente afectado por las conductas manipulativas que, por su poder explicativo, resulta más apropiado en el contexto de un discurso *de lege ferenda*.

Por otra parte, sostuve que la visión propuesta supera el formalismo que caracteriza a la tesis de la política económica de precios, con base en la cual los comportamientos de manipulación de mercado serían meramente *mala prohibita*. Al respecto, la función informativa del precio visibiliza el contenido del interés con base en el cual se justifica la intervención coactiva estatal y lo hace de un modo indiscutiblemente vinculado con un interés predominante en la sociedad, que sirve al desarrollo del bienestar de cada uno de los individuos que la conforman.

En cuanto a la confianza generalizada en el mercado, creo haber demostrado que, aun si se aceptara que ésta constituye un estado de cosas respecto de cuya verificación sea razonable pensar que pueda existir un interés estatal, no es adecuado erigirla como bien jurídico-penal. En efecto, dado su carácter individual y contingente, debe concluirse que, como mínimo, no es un interés que pueda ser tutelado por el orden jurídico y que, por lo tanto, justifique desde el punto de vista de la racionalidad instrumental el dictado de normas penales. La función informativa, en cambio, es un interés que puede ser efectivamente protegido desde el ordenamiento y que, en la medida en que se cumpla, brinda el *input* necesario para que los agentes económicos consideren subjetivamente que es más probable que el mercado no los perjudique y que, con base en ello, participen de éste.

Del mismo modo, en cuanto insumo imprescindible para el juicio probabilístico que conduce a la confianza, la función informativa del precio es una condición determinante para la configuración de los patrones normales de conducta cuya protección, de acuerdo con la fina visión de Paredes Castañón, debería fundar la criminalización del comportamiento manipulativo.

1.1.4. La lesividad abstracta de la manipulación operativa propia se explica porque esta subclase de comportamientos se caracteriza por el ejercicio de un poder de mercado tal que las transacciones realizadas alcanzan para incidir directamente en el precio del valor negociable en cuestión que, en consecuencia, deja de cumplir una función informativa para “desinformar” a los participantes.

1.1.5. La lesividad *ex ante* de las formas de manipulación por injerencia mediata en el precio puede explicarse con sustento en la EMH y, en particular, sus mecanismos teorizados por Gilson y Kraakman.

1.1.6. En el caso de la manipulación *information-based*, cuando alguien difunde información, la pone a disposición de otros participantes del mercado para que, con base ésta, operen y así incidan en la cotización. A mayor grado de distribución inicial, mayor lesividad, puesto que se desencadenan mecanismos de “negociación universalmente informada” o de “negociación profesionalmente informada”, que permiten una eficiente incorporación de la información falsa o engañosa en el precio que, por lo tanto, pasa a comunicar propiedades inconsistentes con las que realmente lo caracterizan.

1.1.7. En la manipulación operativa impropia, su lesividad en abstracto radica en que las operaciones mismas constituyen la información falsa o engañosa que se transmite en función del mecanismo de eficiencia de la “negociación informada por derivación” y condiciona los presupuestos cognitivos de la actuación de otros agentes económicos quienes, con sus transacciones, impactan en el precio.

1.1.8. Por último, en el caso de las modalidades mixtas (informativas-operativas) la lesividad está dada por una combinación de ambos factores.

1.1.9. Desde el punto de vista de la lesividad en abstracto, cabe concluir que la práctica con mayor potencial lesivo para la función informativa del precio es la manipulación *trade-based* por vía de injerencia directa. En principio, es posible afirmar que las tipologías de comportamientos que encajan bajo esta descripción son idóneas para lesionar de modo efectivo dicho interés porque, al impactar sobre el precio de un determinado valor negociable, afectan la función que, en el mercado en el que éste cotiza, reviste el precio considerado en términos generales.

1.1.10. Le siguen la manipulación informativa y la mixta, cuyo mayor grado de lesividad relativa estará asociado al alcance de la distribución inicial de la información y, en el caso de la segunda, a éste sumado al volumen de las transacciones.

1.1.11. Los comportamientos comparativamente menos lesivos son los de manipulación operativa impropia.

1.1.12. En cuanto a la modalidad de ataque al bien jurídico, sólo es posible concluir que las formas de manipulación indirecta producen su puesta en peligro pues, aun cuando sean ejecutadas integralmente, no bastan por sí solas a producir un resultado separado de la acción que consista en una variación o mantenimiento artificial de la cotización. El peligro es concreto porque, en función de los mecanismos de eficiencia

del mercado que desencadenan, si el impacto en el precio no se produce, será sólo por casualidad.

1.2. Sobre la ilicitud material de la manipulación de mercado

1.2.1. La ilicitud material (*moral wrongfulness*) de una clase de conductas constituye un criterio limitativo de la criminalización que, unido a la exigencia de lesividad (condición necesaria), es compatible con un Estado liberal de derecho. La ventaja de adoptar una perspectiva dualista para la justificación del *ius puniendi* se explica, entre otras razones, porque conduce a su ejercicio de forma más restrictiva, justa y respetuosa de la dignidad humana.

Al mismo tiempo, dado que permite captar con precisión las distinciones valorativas que pueden existir entre conductas igualmente lesivas, proporciona útiles criterios para diferenciar entre los distintos niveles de regulación (civil, administrativa, penal, etc.) que exige un determinado fenómeno y, en caso de requerirse intervención coactiva estatal, a establecer criteriosamente el tipo de penas más adecuadas a cada caso. Asimismo, al fundar la criminalización en la reprobación ético-social que merecen determinados comportamientos, contribuye a la producción de normas penales dotadas de mayor consenso social.

1.2.2. El engaño (en sentido amplio) es un comportamiento materialmente ilícito porque cuando, a través de un mensaje, se pretende confundir a otro, se lo instrumentaliza y se abusa de su confianza. Asimismo, al condicionar su razonamiento, se restringe su libertad. Si bien, tradicionalmente, la filosofía moral le ha atribuido un desvalor ético-social superior al engaño que a la mentira (clase de engaño), esta distinción debe matizarse con relación a los engaños de tipo comunicacional en los que el comunicador invita al receptor a recoger las implicaturas de su mensaje.

1.2.3. Las conductas aquí caracterizadas como manipulación informativa (tanto en sentido estricto, como amplio), cuando son realizadas con intencionalidad, configuran prototípicamente un engaño. Para que su modalidad pura revista la forma de una mentira, es necesario que la información que se difunda sea literalmente falsa y sea presentada como una aserción concluyente. Esto puede verificarse tanto con relación a las comunicaciones efectuadas como noticias, como en el caso de los rumores, en la

medida en que esté justificado que las circunstancias, intrínsecas o extrínsecas, que rodean al mensaje justifiquen que cualquier receptor las tome en serio.

Asimismo, a los efectos de enjuiciar la ilicitud material de esa clase de conductas, consideradas específicamente en relación con el mercado de capitales, no cabe distinguir *a priori* entre comunicaciones acerca de hechos, pronósticos, estimaciones o, inclusive, opiniones. Dada la asimetría informativa entre participantes y la impersonalidad que caracteriza a aquellos ámbitos, lo dirimente es si su objeto se relaciona con planos de información que un inversor medio tendría en consideración a la hora de actuar.

En virtud de aquellas consideraciones contextuales, por otra parte, si bien la puesta en escena de comportamientos externos al mercado no puede configurar una mentira, sí puede dar lugar a un engaño altamente reprehensible, cuando sus autores se valen de estrategias sofisticadas.

1.2.4. La ilicitud material de la manipulación operativa impropia también puede ser descripta con base en el engaño. En este caso, las operaciones en sí mismas constituyen el mensaje mediante el cual se confunde a los participantes del mercado. Esto se verifica cuando las maniobras manipulativas consisten en transacciones simuladas, tales como la colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas o todas aquellas prácticas que no involucran cambios de titularidad o sólo lo hacen formalmente, pero sin que haya un cambio en el beneficiario final o un traslado de riesgo. También hay engaño cuando las operaciones se estructuran externamente de forma tal que llevan a otros agentes a pensar que están basadas en información relevante y desconocida para el público. Por lo tanto, para distinguir las prácticas engañosas de las que no lo son, lo que debe establecerse es si un inversor medio, en caso de conocer todos los detalles internos de las transacciones, estaría racionalmente habilitado a concluir que éstas se basan en información relevante desconocida para el público.

Inclusive, es posible mentir mediante operaciones, cuando el mensaje que éstas comunican es contrario a lo que ocurre realmente.

A fin de establecer los alcances del engaño, en cada caso es necesario atender no sólo a las particularidades de la estrategia desplegada, sino también a las reglas que rigen en el concreto ámbito de negociación, que determinan la información que se exhibe con relación a cada operación, así como la seriedad que cabe asignarle.

1.2.5. En los comportamientos manipulativos de tipo mixto, se integra la ilicitud material del tramo informativo con la del tramo operativo que éstos involucran. Si uno de éstos configura una mentira y el otro un engaño, no cabe concluir que la primera absorbe el desvalor del segundo, sino que aquella es aún más insidiosa. Asimismo, cuando se combinan dos formas de engaño, se fortalece la invitación a que el receptor del mensaje recoja sus implicaturas.

En relación con esta clase manipulación, por tanto, se observa con mayor evidencia la necesidad de matizar la distinción acerca del grado de reproche ético-social que tradicionalmente se le atribuye a esas dos clases de ilicitudes materiales.

1.2.6. La obtención de un provecho (directa o indirectamente) patrimonial a través del comportamiento manipulativo configura un ilícito material cuyo contenido no se agota en el engaño.

1.2.7. Aquel no puede ser explicado como una apropiación de lo ajeno, porque el autor de la manipulación no toma lo que es de otros participantes, sino que éstos lo dan voluntariamente (aun cuando su voluntad esté viciada por el error en el que cayeron). Además, a diferencia de lo que ocurre con las víctimas del hurto o del robo, los participantes que negocian sobre la base del engaño no necesariamente incurren en pérdidas, sino que también es posible que algunos no pierdan ni ganen o, inclusive, que también obtengan beneficios con relación a su situación previa a la manipulación.

1.2.8. La idea de explotación capta con precisión lo que hay de materialmente ilícito en obtener un provecho a partir del comportamiento manipulativo. En efecto, quien manipula usa a los otros participantes del mercado como instrumentos para lograr aquel objetivo. Para ello, se aprovecha de dos vulnerabilidades: una coyuntural, que es la que él mismo ocasionó llevándolos a una creencia equivocada mediante engaño, y una sistémica, que obedece a las condiciones de inferioridad informativa y epistémica en las que, en general, se encuentran los inversores en los mercados de capitales.

Como en toda relación explotadora, no es necesario que sus víctimas pierdan. Si lo hacen, la injusticia de ese comportamiento es evidente. Pero ésta también está presente cuando los otros participantes no pierden, porque la ventaja del manipulador es inmerecida. Además, del hecho de que algunos se beneficien, tampoco se sigue que no pueda hablarse de un comportamiento materialmente ilícito. En primer lugar, porque, en términos absolutos, no se beneficia quien fue instrumentalizado. Y, en segundo lugar,

porque, aun si no se compartiera lo primero, debe atenderse a la eventual desproporción que haya entre la ventaja del explotador y la de víctimas.

1.2.9. Respecto de la manipulación operativa de carácter propio, su ilicitud material únicamente puede afirmarse si ésta configura un comportamiento tramposo. Para ello, es necesario que las transacciones, que no son engañosas (porque reflejan fielmente lo que está ocurriendo en el mercado), se realicen infringiendo una regla positiva con el objetivo de obtener una ventaja sobre el resto de los participantes.

Esta clase de comportamiento manipulativo resulta más reprochable cuando, como producto del impacto que produce en el precio, se lleva a confusión a otros agentes. En este caso, la trampa se combina con el engaño.

1.2.10. Es posible manipular el mercado por omisión. Esto ocurre cuando un participante que, de acuerdo con la legislación positiva, tiene la obligación de actuar para corregir la creencia falsa o equivocada de otros participantes no desmiente información falsa que se encuentra disponible públicamente (porque un tercero la difundió) o cuando está en conocimiento de información verdadera que no divulga.

Para que el comportamiento omisivo sea lesivo de la función informativa del precio, es necesario que se relacione con información concerniente a las propiedades de los valores negociables sobre la base de las cuales un participante medio tomaría decisiones de inversión.

1.3. Sobre la justificación del castigo de la manipulación de mercado y sus eventuales alcances

1.3.1. La criminalización de las formas de manipulación informativa, así como también de las de carácter operativo (propio e impropio), de las mixtas y de las de tipo omisivo es legítima en virtud de que se trata de comportamientos potencialmente lesivos para el interés consistente en la función informativa del precio en los mercados secundarios y, además, materialmente ilícitos.

1.3.2. En función de la combinación de ambos criterios limitativos del *ius puniendi*, puede concluirse que las prácticas con relación a las cuales existen razones de mayor peso para su castigo en sede penal son aquellas que integran componentes

informativos y operativos, a la que le siguen las exclusivamente informativas (en sentido estricto y omisivas) y luego las operativas impropias.

1.3.3. Un eventual tipo penal mediante el cual se pretendiera cubrir todos o algunos de los comportamientos mencionados precedentemente debería estar estructurado como un delito de peligro concreto.

1.3.4. En el caso de las conductas de tipo informativo, no correspondería distinguir, a los fines de la relevancia penal, entre clases de comunicaciones (noticias, rumores, etc.), ni tampoco excluirla respecto de mensajes que sean solamente engañosos (y no falsos). Para una técnica legislativa respetuosa del principio de fragmentariedad, lo más adecuado sería exigir que se trate de comunicaciones que tengan por objeto información acerca de hechos, de cualquier tipo, pero relevantes para la toma de decisiones de inversión por parte de un inversor medio. Asimismo, siempre con el objetivo de alcanzar únicamente las manifestaciones más graves de ese fenómeno, correspondería atender a los medios utilizados para la difusión de la información considerando, especialmente, aquellos que permiten alcanzar a destinatarios numerosos o bien dotados de poder de mercado.

Otro factor relevante es la intervención en las maniobras por parte de sujetos que revistan una condición de autoridad en el contexto de los mercados de capitales. Ésta podría ser tenida en cuenta como exigencia para la autoría, o bien como un supuesto de agravación de la sanción.

En los casos omisivos, los tipos penales deberían ser configurados como delitos especiales propios. Su círculo de potenciales autores quedaría limitado a quienes tengan, en función de la regulación administrativa, el deber de informar. También en este caso la información estaría circunscripta a aquella relevante para los participantes medios del mercado.

1.3.5. Con respecto a la manipulación operativa impropia, para evitar el desconcierto interpretativo, la descripción de la conducta típica debería evitar referencias a la caracterización de las operaciones como “aparentes”, “ficticias”, “simuladas” o cualquier otra similar. Para no caer en formulaciones casuísticas, lo más adecuado sería poner el acento en la idoneidad de los comportamientos para llevar a otros participantes a un convencimiento equivocado acerca de los presupuestos con base en los cuales decidir si realizar o no operaciones con uno más valores negociables.

1.3.6. Dado que la obtención de un provecho a través del comportamiento manipulativo no es una exigencia para su lesividad, ni tampoco para su ilicitud material,

no es necesario que los tipos penales básicos la exijan, ni siquiera como un elemento de la parte subjetiva. Sin embargo, existen buenas razones para castigar más severamente al autor que se beneficia con las operaciones.

1.3.7. Por último, en el caso de considerarse político-criminalmente conveniente el castigo en sede penal de la manipulación operativa propia, correspondería limitarlo a los comportamientos lesivos de la función informativa del precio que impliquen una infracción a reglas para la negociación dispuestas en la legislación administrativa o en los reglamentos operativos de los mercados.

2. DE LA SEGUNDA PARTE

Un argumento que, entre los operadores judiciales, se esgrime para explicar la inaplicación de los tipos penales de manipulación de mercado es el carácter defectuoso de la técnica legislativa adoptada en la descripción de las acciones típicas. De ésta se seguiría la imposibilidad de encuadrar los casos reales bajo sus previsiones. Para abordar esta problemática, en la segunda parte, me dediqué a estudiar los distintos supuestos contemplados en el art. 309 CP, así como también de las infracciones previstas en el derecho administrativo sancionador, con el objetivo de delimitar su ámbito de cobertura. El criterio en función del cual llevé a efecto esa tarea fue el de lograr una interpretación respetuosa del tenor literal de aquella disposición y, a la vez, adecuada a las características específicas y actuales del ámbito negocial al cual se encuentran referidas.

A partir de ese enfoque, observé lo siguiente:

2.1. Sobre el tipo penal de manipulación de mercado del art. 309.1a) CP

2.1.1. En Argentina, la tipificación de la manipulación de mercado se hizo en el contexto de la criminalización del agiotaje vinculado a los géneros de primera necesidad.

2.1.2. Las figuras que sirvieron como fuentes para el art. 300.1 CP de 1921 (antecedente legislativo inmediato del delito actualmente vigente), fueron concebidas a

partir de una concepción fisiocrática del mercado, propia del pensamiento económico dominante en el contexto de la Revolución Francesa.

2.1.3. Originariamente, el legislador argentino optó por una criminalización amplia del fenómeno manipulativo, comprensiva tanto de los comportamientos de tipo informativo (“noticias falsas”), como de los caracterizados por la realización de operaciones. Con respecto a estas últimas, fueron previstas tanto las de carácter engañoso (“negociaciones fingidas”), como aquellas mediante las cuales se ejerce poder de mercado a través de actuaciones concertadas de tipo monopólico (“reunión o coalición de los principales tenedores”).

El tipo penal exigía la producción de un resultado consistente en el alza o baja del precio.

2.1.4. La citada figura, referida a las “mercaderías, fondos públicos o valores”, fue sistematizada como un delito contra la fe pública.

2.1.5. Durante todo el siglo XIX, las modificaciones al art. 300.1 CP de 1921 propuestas en los distintos proyectos de reforma al CP se concentraron, principalmente, en su ubicación sistemática y en la eliminación del requisito de resultado. Ninguna de éstas fue aprobada.

2.1.6. El actual art. 309.1a) CP es el resultado de la trasposición del texto del art. 300.1 CP de 1921 a un nuevo título dedicado al “orden económico y financiero” que, meses antes, había sido incorporado al CP a través de la ley 25.246, a partir de instrucciones del GAFI relativas a la persecución del lavado de activos. También esta reforma del delito de manipulación de mercado fue producto de las sugerencias del citado organismo.

2.1.7. Las diferencias entre el nuevo tipo penal y su antecedente se circunscriben al objeto material de las acciones típicas (ahora “valores negociables u otros instrumentos financieros”) y a la exigencia de que el autor se valga de los medios comisivos antiguamente previstos en aquel, para realizar transacciones u operaciones que produzcan el alza, baja (y, ahora, mantenimiento) del precio.

2.1.8. La figura vigente no contempla la relevancia penal de la manipulación informativa pura, ni de la puesta en escena de comportamientos externos al mercado. En función de ello, la nueva figura es mucho más acotada que el derogado delito de agiotaje, que sí contemplaba la tipicidad de las noticias falsas.

2.1.9. En la actualidad, el autor de una difusión de información falsa (no meramente engañosa) sólo es pasible de responsabilidad penal si participa en el hecho

de otro consistente en la realización de transacciones no simuladas que inciden en el precio. Lo mismo cabe concluir con relación al autor de una *mise en scène* pero, en este caso, además es necesario que ésta tenga por objeto las tratativas previas a un acto jurídico o directamente la celebración de este último.

2.1.10. Si la manipulación mixta, en su tramo transaccional, involucra operaciones fingidas (de acuerdo con el significado que este último término tiene en la doctrina y jurisprudencia dominante), tampoco es típica. Para que lo sea, es necesario que el autor difunda noticias falsas (cabe considerar incluidas las exageradas, no así las tendenciosas) y la integre con operaciones reales.

2.1.11. Sí está alcanzado por el tipo penal el comportamiento de quien se aprovecha de las noticias falsas difundidas por un tercero con quien no lo une ningún tipo de complicidad. En estos casos, el tercero queda impune.

2.1.12. La manipulación operativa está sujeta a sanciones penales si transacciones aparentes o simuladas sirven como instrumentos para dar eficacia manipulativa a operaciones reales; a su vez, estas últimas deben incidir directa o indirectamente en el precio.

Esto último comporta una considerable restricción de la punibilidad con relación al derogado art. 300.1 CP, cuya expresión “negociaciones fingidas” había sido interpretado adecuadamente por la doctrina dominante y por la jurisprudencia de la CSJN.

2.1.13. En los mercados a término, lo único que no puede considerarse fingida es la negociación del activo tangible o intangible subyacente. Si se cumplen los requisitos previstos en el art. 309.1a) CP, cabe concluir que el comportamiento de tipo operativo llevado a cabo allí es penalmente relevante.

2.1.14. La modalidad comisiva consistente en el acuerdo entre quienes ostentan una posición dominante estaba originariamente circunscripta a las mercaderías. Sin embargo, el legislador de 2011 la incluyó en el nuevo tipo penal dedicado a los valores negociables e instrumentos financieros.

En el caso de esos comportamientos, la figura está estructurada como un delito especial propio, que exige la intervención de dos o más autores cualificados. El concepto de “principales tenedores” debe ser interpretado de modo contextualizado, teniendo en cuenta el específico mercado en el que se lleva a cabo la acción, así como también el o los valores negociables que concretamente constituyen su objeto. En función de esto, son principales tenedores quienes, al realizar el acuerdo delictivo,

posean individualmente una cantidad del activo en cuestión que sea superior a las tenencias individuales de los otros participantes del mismo mercado, para ese mismo momento y esa misma especie.

Si bien, dadas las exigencias en el plano de la autoría, se trata de una figura difícilmente aplicable en la práctica, esta modalidad habilita la persecución penal de las modalidades operativas mediante transacciones reales que, de no presentarse combinadas con negociaciones fingidas, serían atípicas.

2.1.15. El art. 309.1a) CP está estructurado como un delito de resultado de lesión efectiva. Lo que debe subir, bajar o mantenerse es el precio corriente que el valor negociable en cuestión tenía, en uno o más mercados, antes de que se realizaran las transacciones manipulativas.

2.1.16. Para la constatación del nexo ontológico entre acción y resultado, es necesario formular el interrogante acerca de la *c.s.q.n.* teniendo en cuenta que, para la configuración de la acción típica, lo que debe hacer desaparecer el resultado es la supresión mental hipotética de las transacciones u operaciones. Las “noticias falsas” y las “negociaciones fingidas” también pueden ser condiciones necesarias, pero deben serlo en forma acumulativa.

2.1.17. El problema de los factores concomitantes en la formación del precio es de orden fáctico y encuentra solución en la fórmula tradicional de constatación de la causalidad. Si las transacciones u operaciones superan dicho test, puede afirmarse la existencia del nexo de causalidad requerido por el tipo penal, con independencia de que también hayan intervenido otras condiciones necesarias en ese proceso.

2.1.18. Desde el punto de vista de la imputación objetiva, en atención a la actual configuración del tipo penal, ya no corresponde exigir que las noticias falsas sean ampliamente divulgadas y/o que alcancen un determinado estándar de importancia objetiva. Del mismo modo, no cabe requerir que las negociaciones fingidas sean *ex ante* idóneas para influir en la formación del precio.

2.1.19. Lo que sí debe exigirse es que las transacciones u operaciones generen un riesgo no permitido de producción del resultado típico. En el caso de los comportamientos manipulativos por injerencia directa, el criterio determinante es el del volumen negociado, siempre valorado con referencia al contexto en el cual aquellos se producen. Con relación a los supuestos de incidencia mediata, a través del condicionamiento de los presupuestos cognitivos de los restantes participantes, también corresponde atender al volumen contextualizado, pero considerado, además, en función

de otras circunstancias, como los detalles de las operaciones exhibidos en el sistema de negociación concretamente utilizado, a los efectos de establecer si el riesgo jurídicamente desaprobado debe valorarse, desde la perspectiva de un observador experto dotado de los eventuales conocimientos especiales del autor, en función de mecanismos de “decodificación de transacciones”, o bien de “decodificación del precio”.

Frente a supuestos en los que las noticias falsas y las negociaciones fingidas sí revistan (desde la perspectiva *ex ante* anteriormente referida) idoneidad para la producción del resultado típico, esa circunstancia también debe ser tomada en cuenta para enjuiciar si las transacciones u operaciones, en ese contexto concreto, generaron aquel riesgo no permitido.

2.1.20. En caso de intervención de una multiplicidad de factores concomitantes en el proceso de formación del precio, superado el filtro de la causalidad, deberá establecerse si las transacciones u operaciones típicas elevaron de una manera mensurable el peligro ya existente. El fundamento de la imputación objetiva es, con relación a este supuesto, el de incremento del riesgo.

2.1.21. En el plano subjetivo, todas las acciones típicas previstas son dolosas. Es necesario que, al momento de las transacciones u operaciones, su autor conozca el carácter falso de las noticias y el fingido de las negociaciones de las que se vale para la realización de aquellas. En el caso de esas dos modalidades comisivas, es admisible el reproche a título de dolo eventual.

2.1.22. La variante de reunión o coalición de los principales tenedores exige en los autores una intención interna trascendente consistente en “producir apariencia de mayor liquidez” o en “negociar la especie a un determinado precio”. Con relación a este último supuesto, habrá que demostrar que los autores no sólo obraban con dolo con relación al resultado típico, sino que tenían la intención de negociar la especie una vez que alcanzara un precio determinado.

2.1.23. La intrincada estructura del art. 309.1a) CP hace que, en la práctica, este delito sea prácticamente inaplicable, aun visto en su mejor luz. En este sentido se aprecia la intención legislativa de tipificar de manera autónoma la manipulación de mercado (escindiéndola del agiotaje mercantil) y de penalizar únicamente sus modalidades más lesivas, pero la técnica utilizada es tan inadecuada que, en definitiva, el reproche penal queda reservado para casos en los que se desplieguen maniobras extrañas y poco habituales que, por obra de la casualidad, se ajusten a su descripción.

2.2. Sobre el tipo penal de ofrecimiento engañoso de valores negociables del art. 309.1b) CP

2.2.1. La fuente legislativa de este tipo penal es el art. 335 del Código Penal Holandés de 1886, referido a la etapa de colocación de los valores negociables. Como producto de una sustitución de términos cuyos motivos no fueron explicitados por el legislador, en el art. 300.2 CP de 1921 se hizo referencia al ofrecimiento de valores, en vez de a su colocación.

2.2.2. La Ley 26.733 trasladó esa figura al título XIII y circunscribió su objeto material a los valores negociables e instrumentos financieros.

2.2.3. Por “ofrecimiento”, debe entenderse aquel que está dirigido a personas indeterminadas, ya sea que éstas integren el público en general, o que formen parte de un determinado colectivo y sean alcanzadas por el ofrecimiento en virtud de su pertenencia a aquel. Esta acción puede ser llevada a cabo tanto a través de los mercados institucionales como por fuera de éstos.

El ofrecimiento típico puede tener lugar tanto en el mercado primario, como en el mercado secundario.

2.2.4. Por otra parte, el ofrecimiento debe ir acompañado de una mentira o engaño, comisivo u omisivo, con relación a hechos —o a los elementos (fecha, lugar, etc.) que contribuyen a especificarlos— que, por su importancia, sean aptos para efectuar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación, de acuerdo con la definición del art. 99.I.a) LMC.

2.2.5. La figura está configurada como un delito común. De acuerdo con esto, por fuera de los ámbitos de negociación institucionales, cualquiera puede ser su autor. En los mercados formales, en cambio, las reglas de actuación que los caracterizan determinan que allí sólo puedan serlo quienes revistan la condición jurídica de oferentes autorizados.

2.2.6. En los mercados secundarios, los actos jurídicos con valores negociables se celebran a partir de las órdenes de operaciones colocadas por los inversores, por lo que resulta discutible afirmar que los emisores conservan el dominio del hecho típico. Esta posición puede sostenerse con base en que, de acuerdo con la normativa que rige el funcionamiento de la oferta pública, ésta sólo podrá persistir en la medida en que el emisor así lo desee. El emisor puede, en todo momento, decidir el retiro voluntario, mediante una oferta pública de adquisición de acciones.

Si aquella interpretación no se compartiera, otra posible sería entender a la figura del art. 309.1b) CP como una mediante la cual el legislador procuró sancionar la infracción al deber de informar en forma veraz e inmediatamente al mercado acerca de los hechos del art. 99.I.a) LMC que la legislación administrativa pone en cabeza de los emisores. Sobre esa base, correspondería atribuir la autoría de este delito en función de los criterios pertenecientes a la teoría de los delitos de infracción de deber y, por lo tanto, sería posible sostener la autoría mediata de aquellos, pese a la pérdida del dominio del hecho (ofrecimiento) en los mercados secundarios.

2.2.7. Si se entiende a la función informativa del precio como bien jurídico tutelado, puede concluirse que se trata de un delito de resultado de peligro concreto. En efecto, cuando el oferente de un valor negociable divulga información falsa, genera una elevada probabilidad de que ésta se incorpore al precio con un alto grado de eficiencia y que este último, en consecuencia, pase a comunicar propiedades inconsistentes con las que definen el atractivo del activo en cuestión para el inversor medio. Lo mismo ocurre en caso de que se omita anunciar al público acerca de hechos o circunstancias relevantes: salvo que haya participantes que se encuentre negociando con información privilegiada, es casi seguro que el valor de cotización del activo al cual aquellos están referidos no contendrá esa información y, en consecuencia, que la función informativa esté menoscabada.

2.2.8. El ofrecimiento engañoso de valores negociables puede ser cometido con dolo eventual. Para su configuración, basta el autor sepa que está ofreciendo valores negociables y que considere factible y no completamente remoto que los hechos que afirma o hace entrever son falsos, o que los que oculta o disimula son relevantes para los otros participantes del mercado.

2.2.9. Esta figura habilita el reproche penal en casos de manipulación informativa pura, cometidos por quien ostenta la condición de oferente de los valores negociables a los cuales aquella está referida.

2.2.10. Asimismo, implica la tipificación de la manipulación del mercado de valores por parte de autores cualificados mediante omisión.

2.3. Sobre el supuesto agravado del art. 309.2 CP

2.3.1. Si, siguiendo a la opinión dominante, se lo interpretara como un tipo penal autónomo, debería admitirse que se superpone casi completamente con el delito

de balance falso (art. 300.2 CP), lo cual sería de dudosa racionalidad político-criminal en atención a la significativa diferencia entre la escala penal de ambas figuras.

2.3.2. Resulta más adecuado al tenor literal del precepto y a sus antecedentes legislativos entender que se trata de un supuesto agravado de los comportamientos previstos en los arts. 309.1a) y 309.1b) CP.

2.3.3. Con relación al tipo penal de manipulación de mercado, no constituye un supuesto especial impropio. Indica un agravamiento de pena en virtud de que el autor de las transacciones u operaciones se vale de que un sujeto cualificado (punible, sólo en caso de actuación de consuno) realizó comunicaciones falsas a los accionistas o que consignó datos falsos en la documentación contable.

2.3.4. Referido al ofrecimiento fraudulento de valores negociables, opera como una delimitación de la modalidad que tienen que asumir la mentira y el engaño típico. El sujeto cualificado debe ser el autor del ofrecimiento o, al menos, actuar de común acuerdo con quien lo realiza. No opera el supuesto agravado si quien ofrece valores negociables únicamente se aprovecha del comportamiento mentiroso o engañoso de un sujeto cualificado con quien no existe una actuación coordinada.

2.3.5. No cabe excluir *a priori* la relevancia de los ofrecimientos realizados en nombre de una entidad emisora que integra un grupo societario del que forma parte otra persona jurídica cuyo representante, administrador o fiscalizador informa falsamente acerca de hechos o circunstancias relevantes para la negociación de los valores negociables emitidos por la primera.

2.4. Sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas por los delitos previstos en el art. 309 CP

2.4.1. Los entes ideales están sujetos a sanciones penales cuando los hechos de manipulación de mercado u ofrecimiento fraudulento de valores negociables hayan sido cometidos en su nombre, con su intervención o en su beneficio.

2.4.2. Para que la actuación de una persona física sea en nombre de una persona jurídica, es necesario que la primera ostente una competencia suficiente para representarla. La ley no limita este supuesto al caso de quien revista la condición jurídica de representante legal. Por ello, es posible interpretar que también están contemplados los casos en los que el autor del hecho actúa como persona competente para obligarla válidamente con relación a la unidad o sector en el que se desempeña.

2.4.3. La doctrina dominante interpreta el supuesto de actuación con intervención del ente ideal como aquel en el que el hecho de conexión es cometido mediante aprovechamiento de su estructura, aun en beneficio de otro. Para evitar que esto derive en una atribución de responsabilidad objetiva, los autores especifican que, en estos casos, debe haber un defecto en la organización lo que, en la práctica, implica exigir que el *criminal compliance* se estructure con miras a evitar cualquier acción de exceso por parte de los integrantes de la entidad.

De lege lata sería más adecuado entender que, si la ley exige la intervención de la persona jurídica, no basta con que ésta se haya visto de algún modo involucrada en el hecho típico. Esto, a mi entender, significa que, para que el ente sea penalmente responsable en función de este supuesto, es necesario, como mínimo, que haya participado del hecho un sujeto que forme parte de la organización, que haya actuado en el marco de las atribuciones conferidas y que no haya obrado exclusivamente en interés propio.

2.4.4. Con relación a la actuación en beneficio de la sociedad, el texto legal parece habilitar que este sea una condición suficiente para el reproche penal. En este sentido, la formulación más restrictiva del art. 2 de la ley 27.401 sirve como criterio interpretativo.

2.4.5. Las medidas de organización adoptadas para evitar la comisión de delitos entran en consideración para la graduación de las sanciones. Si se trata de emisoras, éstas deben ser impuestas procurando no perjudicar a los titulares de valores negociables a los cuales no les corresponda responsabilidad penal por el hecho delictivo.

2.5. Sobre las infracciones administrativas de manipulación de mercado

2.5.1. Los arts. 116 y 117.b) establecen tipos infraccionales que abarcan todos los tipos de manipulación analizados en este trabajo.

2.5.2. En cuanto a la manipulación informativa, se prevé una infracción que puede ser cometida por cualquiera e incluye tanto a la difusión de información falsa como a la engañosa. La información debe ser difundida por los medios previstos para la oferta pública, lo cual incluye las comunicaciones hechas de persona a persona, siempre que tenga como destinatarias a personas en general o a personas que integran un grupo determinado. El autor debe conocer que está difundiendo información falsa o engañosa.

2.5.3. La infracción del art. 119.b), en relación con la manipulación informativa, comprende cualquier tipo de manifestación que sea *ex ante* idónea para generar en un inversor una creencia equivocada acerca de información relevante para la toma de decisiones de inversión. Ésta sólo puede ser cometida por sujetos cualificados. Se incluye una variante omisiva como en el art. 309.1b) CP.

2.5.4. La manipulación operativa contemplada en el derecho administrativo sancionador puede ser llevada a cabo tanto mediante transacciones que constituyan “negociaciones fingidas” (de acuerdo con la interpretación de esta última expresión por parte de la doctrina dominante), como a través de operaciones reales.

2.5.5. La manipulación mixta también está contemplada. Sólo es necesario que, con criterio de prognosis póstuma, pueda afirmarse que la combinación del comportamiento informativo y del operativo posee idoneidad para engañar a otros participantes.

2.5.6. Los supuestos de injerencia directa mediante el ejercicio de poder de mercado también están comprendidos. No es necesario que se produzca un impacto sobre el precio. Basta con que el autor lo pretenda.

2.5.7. Todos los comportamientos manipulativos penalmente relevantes están abarcados por los tipos infraccionales. La LMC contempla la posibilidad de imponer sanciones administrativas, inclusive en caso de condena por los delitos del CP. Dado que, de acuerdo con la jurisprudencia sostenida de la CSJN, no rige entre el derecho administrativo sancionador y el penal la garantía contra la doble persecución estatal, en estos casos, los autores son por tanto pasibles de ambos tipos de sanciones, frente a un único hecho.

2.5.8. Desde la entrada en vigor de la LMC, la CNV sustanció ocho sumarios por manipulación de mercado. Sólo uno concluyó con condena. Los restantes siete siguen aún en trámite. El tiempo promedio entre la comisión de los hechos (o su conocimiento por parte de CNV) y la apertura del sumario es de cuatro años y medio. En el único caso concluido respecto de todos los sujetos involucrados, el proceso sumarial demoró otros cuatro años.

2.6. Sobre la necesidad de reforma

2.6.1. Tanto el art. 309.1a) como el art. 309.1b) CP presentan errores en la técnica legislativa utilizada que hacen de éstos disposiciones prácticamente inaplicables.

Su reforma es, por tanto, necesaria, pero no alcanza para que se produzca un cambio en los índices de eficacia de su persecución penal.

2.6.2. Es imperioso realizar profundas mejoras estructurales, para brindar a las agencias administrativas y al sistema de justicia penal de herramientas adecuadas para llevar a efecto aquella función, así como también que los funcionarios que forman parte de esos organismos estatales asuman una actitud responsable acerca de la importancia de cumplirla, aun frente a esta clase de conductas.

BIBLIOGRAFÍA

1. LIBROS, CAPÍTULOS DE LIBROS Y ARTÍCULOS

ABOSO, G., *Responsabilidad penal de la empresa y corrupción pública*, Ed. B de f, Buenos Aires, 2019.

— *Código Penal de la República Argentina: comentado, concordado con jurisprudencia*, 6ª ed., Ed. B de f, Buenos Aires, 2022.

AFTALIÓN, E., “Las sanciones en el derecho penal económico”, *Revista Jurídica Argentina La Ley*, 1958, t. 90.

— “Acerca del derecho penal bancario y financiero”, *Revista Jurídica La Ley*, 1979 (cita *online* TR LALEY AR/DOC/14807/2001).

AICCARDI, M.; LEPIANE, M., “Agiotaje y el Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Penal y Criminología*, 2013 (octubre) (cita *online* TR LALEY AR/DOC/1295/2013).

ALLEN, F.; DOUGLAS, G., “Stock-Price Manipulation”, *The Review of Financial Studies*, vol. 5, n° 3, 1992.

BACIGALUPO, E., “El derecho penal vigente y a nueva ordenación de sociedades”, *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones*, año 6, n° 33, 1973.

BACIGALUPO, S., “Art. 284”, en COBO DEL ROSAL, M. (dir.), *Comentarios al Código Penal*, Ed. Edersa, Madrid, 1999, vol. 8.

— *Responsabilidad penal de las personas jurídicas*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2001.

— *Autoría y participación en delitos de infracción de deber. Una investigación aplicable al Derecho penal de los negocios*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2007.

BACIGALUPO, S.; SÁNCHEZ-VERA GÓMEZ-TRELLES, J., *Cuestiones prácticas en el ámbito de los delitos de empresa: perspectivas de la dimensión jurisprudencial*, Ed. Ediciones Experiencia, Barcelona, 2005.

BÁEZ, J., *Delitos patrimoniales. Fraude, estafa y asociación ilícita*, Ed. Cathedra Jurídica, Buenos Aires, 2008.

BAIGÚN, D., *La responsabilidad penal de las personas jurídicas (Ensayo de un nuevo modelo teórico)*, Ed. Depalma, Buenos Aires, 2000.

BAJO FERNÁNDEZ, M., *Derecho Penal Económico aplicado a la actividad empresarial*, Ed. Civitas, Madrid, 1978.

BAJO FERNÁNDEZ, M.; BACIGALUPO, S., *Derecho penal económico*, 2ª ed., Ed. Universitaria Ramón Areces, Madrid, 2010.

BARATTA, A., “Funções instrumentais e simbólicas so direito penal. Lineamentos de una teoría do bem jurídico”, *Revista dos Tribunais Online*.

BARBER, B., *Trust: Making and breaking cooperative relations* (Book review), *Contemporary Sociology*, vol. 21, n° 3, 1992.

BASSO, M., “El delito de manipulación de valores negociables en la legislación argentina: ámbito de cobertura actual del art. 309, inc. 1.a), CP y propuesta de reforma”, Rubinzal Online, 2018.

— “El ocultamiento de hechos relevantes como conducta constitutiva del delito de ofrecimiento fraudulento de valores negociables”, *Temas de Derecho Penal y Procesal Penal*, 2019 (julio).

— “Emprendimientos de inversión colectiva y delito de captación de ahorro del público no autorizada”, *Temas de Derecho Penal y Procesal Penal*, 2020 (diciembre).

BEAVER, W., “Market Efficiency”, *The Accounting Review*, vol. 56, n° 1, 1981.

BORINSKY, M.; TURANO, P.; RODRÍGUEZ, M.; SCHURJIN ALMENAR, D., *Delitos tributarios y contra la seguridad social*, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2020.

BLACK, F., “Noise”, *The Journal of Finance*, vol. 41, n° 3, 1986.

BRAGE CENDÁN, S., *Los delitos de alteración de precios. Especial de referencia a los artículos 262, 281 y 284 CP*, Ed. Comares, Granada.

BROND, L., comentario al art. 300 CP, en BAIGÚN, D. (dir.); ZAFFARONI, E. (dir.); TERRAGNI, M. (coord.), *Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2013, t. 12.

BUCHANAN, A. “Exploitation, Alienation and Injustice”, *Canadian Journal of Philosophy*, vol. IX, n° 1, 1979.

BUOMPADRE, J., *Tratado de derecho penal. Parte especial*, Ed. Astrea, Buenos Aires, 3ª ed., 2009, t. 3.

BURTON, E.; SHAH, S., *Behavioral Finance. Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates*, Ed. Wiley, 2013.

CAMERINI, M., “Un ejemplo de manipulación del mercado bursátil y del inadecuado proceder de la autoridad pública regulatoria”, *El Derecho*, t. 212, 2005.

CASTEX, F., “Leyes antiterroristas, anti mercado y anti ¿quién?”, *Suplemento Especial: Nuevo Régimen Penal Tributario 2012*, Ed. La Ley (cita online TR LALEY AR/DOC/156/2012).

CHAUVEAU, A.; HÉLIE, F., *Théorie du Code Pénal*, 3ª ed., Ed. Cosse, Paris, 1852, t. V.

CHISHOLM, R.; FEEHAN, T., “The intent to deceive”, *The Journal of Philosophy*, vol. 74, n° 3, 1977.

CLARKSON, C. M. V., “Theft and Fair Labelling”, *Modern Law Review*, vol. 56, 1993.

CORCOY BIDASOLO, M., “Límites objetivos y subjetivos a la intervención penal en el control de riesgos”, en MIR PUIG, S. (dir.); CORCOY BIDASOLO, M. (dir.); GÓMEZ MARTÍN, V. (coord.) *Política criminal y reforma penal*, Ed. B de f, Buenos Aires, 2007a, p. 41.

— “Algunas cuestiones sobre el injusto típico en los ‘delitos de peligro’”, *Revista de derecho penal*, vol. Delitos de peligro – I, 2007b.

— “¿Cabe limitar la expansión del Derecho Penal pese a proteger nuevas modalidades delictivas?”, en AA.VV. *Dogmática Penal del tercer milenio. Libro homenaje a los profesores Eugenio Raúl Zaffaroni y Klaus Tiedemann*, Ed. ARA Editores, Lima, 2008.

- CREUS, C; BUOMPADRE, J., *Derecho penal. Parte especial*, Ed. Astrea, Buenos Aires, 7ª ed., 2007.
- D’ALESSIO, A. (dir.); DIVITO, M. (coord.), CULOTTA, J., DÍAZ, I. C., MARUM, E.; IRIARTE, I. (actualizador), “De los fraudes al comercio y a la industria”, en *Código Penal de la Nación comentado y anotado*, Ed. La Ley, 2ª ed., Buenos Aires, 2009.
- DONNA, E., *Derecho penal: parte especial*, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2004, t. IV.
— *Derecho penal: parte especial*, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2008, t. II.
- ESTRADA I CUADRAS, A., “Presente y futuro del delito de alteración de precios (art. 284 CP)”, *InDret*, n° 1, 2014.
- FABOZZI, F.; MODIGLIANI, F.; JONES, F., *Foundations of financial markets and institutions*, 4ª ed., Ed. Prentice Hall, 2009.
- FAMA, E., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, 1970.
- FEJOO SÁNCHEZ, B., “Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del art. 284 CP tras la LO 1/2019: retos dogmáticos frente a un desatino legislativo”, *La Ley penal*, n° 138, 2019.
- FEINBERG, J., *Harm to Others. The Moral Limits of the Criminal Law*, vol. 1, Ed. Oxford University Press, New York, 1984.
— *Harmless Wrongdoing. The Moral Limits of the Criminal Law*, vol. 4, Ed. Oxford University Press, New York, 1988.
- FISCHEL, D.; ROSS, D.; “Should de Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”, *Harvard Law Review*, vol. 105, 1991, p. 506.
- FONTÁN BALESTRA, C., *Tratado de derecho penal: parte especial*, Ed. Abeledo Perrot, 1971, t. VII.
— *Tratado de derecho penal: parte especial* (actualizado por LEDESMA, G.), Ed. La Ley, Buenos Aires, 1ª reimpresión, 2014 (1ª ed., 2013), t. IV.
- FRIED, C., *Right and wrong*, Ed. Harvard University Press, Cambridge (Massachusetts), 1978.
- FRISCH, W., “Bien jurídico, Derecho, estructura del delito e imputación en el contexto de la legitimación de la pena estatal” (trad. de ROBLES PLANAS, R.), en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (Edits.), *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016.
- FRISTER, H., *Derecho penal. Parte general* (trad. de la 2ª ed. alemana SANCINETTI, M.), Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2016.
- GAMBETTA, D., “Can we trust trust?”, en GAMBETTA, D. (Edit.), *Trust: Making and breaking cooperative relations*, Ed. Basil Blackwell, Oxford, 1988.
- GARCÍA-PABLOS, A., “Sobre la figura del delito de maquinaciones para alterar los precios (naturales) de las cosas”, *Cuadernos de Política Criminal*, n° 14, 1981.
- GILSON R.; KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, Vol. 70, n° 4, 1984.

— “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, *Journal of Corporation Law*, vol. 28, n° 4, 2003.

— “Market Efficiency after the financial crisis: It’s still matter of information costs”, *Virginia Law Review*, vol. 100, n° 2, 2014.

GÓMEZ, E., *Tratado de derecho penal*, Ed. Compañía Argentina de Editores, 1939, t. I.

— *Tratado de derecho penal*, Ed. Compañía Argentina de Editores, 1942, t. VI.

GÓMEZ-JARA DIEZ, C., *El delito de manipulación de mercado (arts. 284.2 y 284.3. CP)*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2017.

GÓMEZ PINEDA, J., *Dinero, banca y mercados financieros, los países emergentes en la economía global*, Ed. Banco de la República de Colombia, Bogotá, 2010, disponible en <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9403> (enlace consultado el 3/4/2022).

GONZÁLEZ RUS, J., “Maquinaciones para alterar el precio de las cosas que habría de resultar de la libre competencia”, en COBO DEL ROSAL, M. (coord.), *Derecho penal español: parte especial*, Ed. Dykinson, Madrid, 2005.

GREEN, S. “Plagiarism, Norms, and the Limits of Theft Law”, *Hastings Law Journal*, vol. 54, 2002.

— “When is it Wrong to Trade Stocks on the Basis of Non-Public Information? Public Views of the Morality of Insider Trading”, *Fordham Urban Law Journal*, vol. 39, 2011.

— *Mentir, hacer trampas y apropiarse de lo ajeno. Una teoría moral de los delitos de cuello blanco* (trad. AGUSTINA, J.; AMORÓS, B.; ORTIZ DE URBINA, I.), Ed. Marcial Pons, Madrid, 2013.

GROIZARD Y GÓMEZ DE LA SERNA, D. A., *El Código Penal de 1870 concordado y comentado*, 2ª ed., Ed. Sucesores de J. A. García, Madrid, 1914, tomo VII.

GUZMÁN, N., *Delitos en el mercado financiero*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2014.

HARCOURT, B., “The collapse of the harm principle”, *Journal of Criminal Law and Criminology*, vol. 90, n° 1, p. 120.

HASSEMER, W., “Rasgos y crisis del Derecho Penal moderno”, *Anuario de derecho penal y ciencias penales*, t. 45, 1992.

— “¿Puede haber delitos que no afecten a un bien jurídico penal” (trad. de SPÍNOLA TÁRTALO, B.), en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (Edits.), *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016.

HILGENDORF, E.; VALERIUS, B.; *Derecho Penal: Parte General* (trad. de la 2ª ed. alemana DÍAZ, L.; SANCINETTI, M.), Ed. Ad Hoc, 2017.

HÖRNLE, T., “‘Rights of others’ in Criminalisation Theory”, en Simester, A.; Du-Bois, A.; Neumann, U. (Edits.), *Liberal Criminal Theory: Essays for Andreas von Hirsch*, Ed. Hart Publishing, Oxford, 2014.

HU, H., “Efficient Markets and the Law: A Predictable Past and an Uncertain Future”, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 4, 2012.

HUFF, D., *How to Lie with Statistics*, Ed. Norton & Company, New York, 1954.

HUMPHRIES, J., “The Logic of Assertion and Pragmatic Inconsistency”, *Canadian Journal of Philosophy*, vol. 3, n° 2, 1973.

HUSAK, D., *Overcriminalization: the Limits of the Criminal Law*, Ed. Oxford University Press, Nueva York, 2008.

JENSEN, M., “Some anomalous evidence regarding market efficiency”, *Journal of Financial Economics*, vol. 6, 1978.

JIMÉNEZ CABARCAS, C., “La protección del medio ambiente a través de los delitos acumulativos en el Derecho penal colombiano”, *Revista Derecho Penal y Criminología*, vol. 38, n° 104, 2017, disponible en <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/derpen/article/view/5213/6280> (enlace consultado el 3/4/2022).

JIMENEZ DE ASÚA, L., “La cuestión de la responsabilidad penal de las personas jurídicas”, *Revista Jurídica Argentina La Ley*, 1947, t. 48.

KAHNEMAN, D.; SLOVIC, P.; TVERSKY, A. (eds.), *Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*, Ed. Cambridge University Press, 1982.

KANT, I., “Sobre un presunto derecho de mentir por filantropía” (trad. PALACIOS, J. M.), accesible en español en KANT, I., *Teoría y práctica*, Ed. Tecnos, Madrid, 1986.

KUPFER, J., “The Moral Presumption against Lying”, *The Review of Metaphysics*, vol. 36, n° 1, 1982.

LABATUT SERER, G., “La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos”, *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 8, 2009.

LAJE ANAYA, J., *Comentarios al Código Penal: parte especial*, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1982, vol. IV.

LASAVE, E., “¿Agiotaje en el mercado a término?”, Ed. La Ley, Suplemento Penal, 2006.

LAURÍA, A., “El derecho administrativo sancionador en el ordenamiento jurídico argentino”, Ed. El Derecho, *Revista de Derecho Administrativo*, t. 2007.

LICHT, M., “La potestad sancionatoria de la Administración y su control judicial de cara a la realidad normativa”, *El Derecho*, t. 193, 2001.

LISICKI, F., “Coexistencia de penas y sanciones administrativas en materia penal tributaria: ¿es inconstitucional el art. 17 LPT por afectación a la garantía de *ne bis in idem*?”, en ALTAMIRANO, A. (coord.); RUBINSKA, R. (coord.), *Derecho penal tributario*, Ed. Marcial Pons, Buenos Aires, 2008.

LONDOÑO MARTÍNEZ, F., “La manipolazione del mercato degli strumenti finanziari: tra funzioni del mercato di borsa e principi del diritto penale” (tesis doctoral), Università degli Studi di Ferrara, Italia, disponible para consulta en línea en <http://annali.unife.it/iuss/article/view/339/292> (enlace consultado el 1/4/2022).

— “Ilícito de manipulación bursátil: fenómeno y lesividad. Aspectos de política sancionatoria”, *Política Criminal*, vol. 8, n° 15, 2013.

— “Aproximación histórico-comparada al Título VIII de la Ley de Mercado de Valores: bases para el reconocimiento de un contenido anti-manipulativo”, *Política Criminal*, vol. 10, n° 20, 2015.

— “¿Qué prohíben los artículos 52 y 53 de la Ley de Mercado de Valores? Reconstrucción dogmática de las figuras de manipulación de mercado en el derecho chileno”, *Política Criminal*, vol. 12, n° 24, 2017.

LUNA, E., “The Overcriminalization Phenomenon”, *American University Law Review*, vol. 54, p. 714.

MACCORMICK, N., “What is Wrong with Deceit?”, *Sidney Law Review*, 1982.

MARINELLO, L., “Consideraciones dogmáticas sobre el delito de agiotaje”, en AROCENA, G., *Fraudes al comercio y a la industria: análisis doctrinario y jurisprudencial*, Ed. Ediciones Lerner, Córdoba, 2019.

MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C., *Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte General*, 5ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016.

— *Derecho penal económico y de la empresa: parte especial*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2019.

MASIP, J.; GARRIDO, E.; HERRERO, C., “Defining deception”, *Anales de psicología*, vol. 20, n° 1, 2004.

MAYER, R., “What’s Wrong with Exploitation?”, *Journal of Applied Philosophy*, vol. 24, n° 2, 2007.

MIRÓ LLINARES, F., “La criminalización de conductas ‘ofensivas’. A propósito del debate anglosajón sobre los ‘límites morales’ del Derecho penal”, *Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología* (en línea), n° 17-23, 2015.

MIR PUIG, S., *Derecho Penal. Parte General*, 2ª reimpresión (10ª ed., 2015), Ed. Reppertor, 2016.

MOCHÓN MORCILLO, F. y BEKER, V., *Economía. Principios y aplicaciones*, 4ª ed., Ed. McGraw Hill, México D.F., 2008.

MOORE, M., *Placing Blame: a Theory of the Criminal Law*, Ed. Oxford University Press, Oxford, 1997.

MOORE, M., “Legal Moralism Revisited”, *San Diego Law Review*, vol. 54, 2017.

MORENO (h), R., *El código penal y sus antecedentes*, Ed. Tommasi, Buenos Aires, 1922, t. VII.

MORENO Y BRAVO, E., “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”, en BACIGALUPO, E., (dir.), *Derecho penal económico*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2000.

NAVARRO, G., *Fraudes al Comercio y a la Industria*, Ed. Pensamiento Jurídico, Buenos Aires, 1998.

NINO, C., *Los límites de la responsabilidad penal: una teoría liberal del delito*, Ed. Astrea, Buenos Aires, 1980.

NÚÑEZ, R., *Tratado de derecho penal: parte especial*, 2ª reimpresión (2ª ed., 1989) Ed. Marcos Lerner, Córdoba, 1989/1992, t. IV y t. V, vol. II.

OLAETA, H.; COMBA, A., “Algunas reflexiones sobre el estudio de los delitos económicos en Argentina”, en OLAETA, H. (compilador), *Delincuencia económica organizada. Tres aproximaciones desde la criminología*, Universidad Nacional de Quilmes, Bernal, 2016, disponible para consulta en línea en

<http://www.cipce.org.ar/sites/default/files/2016/11/articulos2599.pdf>, enlace consultado el 5/6/2022.

ORCE, G., comentario a los arts. 309 y 313 CP, en BAIGÚN, D.; ZAFFARONI, E. (dirs.); TERRAGNI, M. (coord.), *Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2013, t. 12.

PAOLANTONIO, M., *Derecho Penal y Mercado Financiero*, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires, 2012.

PARDO, Á.; PASCUAL, R., “El uso de órdenes con volumen oculto en el Sistema de Interconexión Bursátil Español”, *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, n° 34, 2008.

PAREDES CASTAÑÓN, J. M., “Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho Penal Económico: bases político-criminales”, *Revista de Derecho Penal y Criminología*, segunda época, n° 11, 2003.

— “Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores”, *Nuevo Foro Penal*, vol. 82, 2014.

PERDUE, W., “Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense”, *Fordham Law Review*, vol. 56, 1987.

PÉREZ BARBERÁ, G., “El ilícito material del delito tributario”, en ROBLIGLIO, C., *Institutos de Derecho penal tributario*, Ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 2017.

— *Delitos de falsedad documental*, 2ª ed., Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2019.

PESSAGNO, H., *Los fraudes al comercio y a la industria*, Ed. Ideas, Buenos Aires, 1944.

RAWLS, J., *Two Concepts of Rules*, *The Philosophical Review*, vol 64, n° 1, 1955, pp. 3-32.

— *Teoría de la Justicia*, (trad. GONZÁLEZ, M.), 6ª reimpresión (1ª ed. en castellano, 1979), Ed. Fondo de Cultura Económica, México, 2006.

RIGHI, E., *Delito de estafa*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2015.

RIQUERT, A., “Manipulación del precio de valores negociables u otros instrumentos financieros (agiotaje financiero)”, en RIQUERT, A. (dir.), *Código Penal de la Nación comentado y anotado*, Ed. Erreius, Buenos Aires, 2018, t. III.

RIVIÈRE, A; SARRIÁ, E., RUBIO, J.; NÚÑEZ, M.; SOTILLO, M.; QUINTANILLA, L.; ARIAS, L., “Procesos deductivos e implicaturas conversacionales: Una aproximación experimental”, *Estudios de psicología*, n° 45, 1990.

ROBIGLIO, C., “El art. 304 del Cód. Penal: responsabilidad penal de las personas jurídicas”, en BERTAZZA, H.; D’ALBORA, F., *Tratado de lavado de activos y financiación del terrorismo: prevención investigación y represión*, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2012.

ROMERO VILLANUEVA, H., “El agiotaje: ¿Una reminiscencia simbólica o un delito actual?”, en RUBINSKA, R.; SCHURJIN ALMENAR, D. (coords.), *Derecho penal económico*, Ed. Marcial Pons Argentina, Buenos Aires, 2010, t. I.

ROTMAN, E., *Los fraudes al comercio y a la industria*, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1982.

ROXIN, C., *Derecho Penal. Parte General. Fundamentos. La estructura de la Teoría del Delito* (trad. de la 2ª ed. alemana LUZÓN PEÑA, D.; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, M.; DE VICENTE REMESAL, J.) 6º reimpresión (1º edición en castellano, 1997), Ed. Civitas Thomson Reuters, 2015.

RUSSO, G., “El agiotaje mercantil y el agiotaje financiero”, *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, n° 276, 2016, p. 199 (TR LALEY cita *online* AR/DOC/5561/2015).

SAMPLE, R., *Exploitation. What It Is and Why It's Wrong*, Ed. Rowman & Littlefield Publishers, Lanham, 2003.

SÁNCHEZ TOMÁS, J. M., “Los delitos de abuso del mercado de valores y de manipulación de precios”, en ÁLVAREZ GARCÍA, F. (dir.), *Derecho Penal español: parte especial (II)*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

SANCINETTI, M., *Teoría del delito y disvalor de acción*, 2ª reimpresión (1ª ed., 2001) Ed. Hammurabi, , Buenos Aires, 2005.

SANTANA VEGA, D., “Maquinaciones para alterar el precio de las cosas (art. 284)”, en CORCOY BIDASOLO, M. y GÓMEZ MARTÍN, V. (dirs.), *Manual de derecho penal, económico y de empresa: parte general y especial*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016.

SARRABAYROUSE, J M., “Delimitación y aspectos dogmáticos del tipo penal de agiotaje”, en YACOBUCCI (dir.), LAPORTA, M. (coord.); RAMÍREZ, N. (coord.), *Derecho penal empresario*, Ed. B de f, Buenos Aires, 2020.

SEHER, G., “La legitimación de normas penales basada en principios y el concepto de bien jurídico” (trad. de ALCÁCER GUIRAO, R.), en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (eds.), *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016.

SCHWARTZ, J., “What’s wrong with exploitation?”, *Noûs*, vol. 29, n° 2, 1995.

SHARPE, W., “Discussion”, *Journal of Finance*, vol. 25, 1970.

SHUTE, S.; HORDER, J., “Thieving and Deceiving: What is the Difference?”, *Modern Law Review*, vol. 56, 1993.

SOLAVAGIONE, L., *La incorrección moral como presupuesto de legitimidad de la criminalización*, En *Letra: Derecho Penal*, año V, n° 8.

SOLER, S., *Derecho Penal Argentino*, Ed. TEA, 1ª reimpresión (1ª ed., 1945/1946), Buenos Aires, 1951, t. V.

— “El llamado Derecho Penal Económico”, *Revista Mexicana de Derecho Penal*, 4ª época, n° 17, 1975.

— *Derecho Penal Argentino* (actualizado por FIERRO, G.), 4ª ed., Ed. TEA, Buenos Aires, 1987, t. I.

STUART MILL, J., *On Liberty*, Ed. Batoche Books Ltd., Ontario, 2001 (1859), disponible en <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/mill/liberty.pdf> (enlace consultado el 12/3/2022).

TAZZA, A., *Código Penal de la Nación Argentina comentado: parte especial*, 2ª ed., Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2018.

TERRADILLOS BASOCO, J. M., *Empresa y derecho penal*, Ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 2001.

TIEDEMANN, K., *Manual de derecho penal económico: parte general y especial*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2010.

TROVATO, G., comentario al art. 304 CP, en BAIGÚN, D. (dir.); ZAFFARONI, E. (dir.); TERRAGNI, M. (coord.), *Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial*, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2013, t. 12.

VERDE, A., *La receptación como delito contra el mercado formal*, Ed. Marcial Pons, Buenos Aires, 2019.

VON HIRSCH, A., "Harm and Wrongdoing in Criminalisation Theory", *Criminal Law and Philosophy*, vol. 8, n° 1, 2014.

VON HIRSCH, A., "El concepto de bien jurídico y el 'principio del daño'" (trad. de ALCÁCER GUIRAO, R.), en HEFENDEHL, R.; VON HIRSCH, A.; WOHLERS, W. (eds.), *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016.

WESSELS, J.; BEULKE, W.; SATZGER, H., *Derecho Penal. Parte General. El delito y su estructura* (trad. de la 46ª edición alemana PARIONA ARANA, R.), Ed. Instituto Pacífico, 2018.

ZAFFARONI, E.; ALAGIA, A.; SLOKAR, A., *Derecho Penal: parte general*, 2ª ed., Ed. Ediar, 2002.

ZWOLINSKI, M.; WERTHEIMER, A., "Exploitation", en ZALTA, E. (Edit.) *The Stanford Encyclopedia of Philosophy*, 2017, disponible para consulta en línea en <https://plato.stanford.edu/archives/sum2017/entries/exploitation/> (enlace consultado por última vez el 30/3/2022).

2. INFORMES, GUÍAS Y PROTOCOLOS DE ORGANISMOS ESPECIALIZADOS

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, "Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive", disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/market-abuse-directive-level-3-%E2%80%93-first-set-cesr-guidance-and-information-common-operation> (enlace consultado el 31/1/2022).

GRUPO DE ACCIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL, "Glosario General a las 40 Recomendaciones", disponible en <https://www.gafilat.org/index.php/es/biblioteca-virtual/gafilat/glosario/3871-template-gafilat-glosario/file> (enlace consultado el 6/4/2022).

INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES, "Resumen de mercado 2020 (renta variable)", disponible en <https://www.iamc.com.ar/informesanuales/> (enlace consultado el 30/11/2021).

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, "Investigating and prosecuting market manipulation", 2000, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> (enlace consultado el 1/4/2022).

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, “Report on securities activity on the Internet III”, 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO159.pdf> (enlace consultado el 3/4/2022).

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, “Addendum to IOSCO Report on Investigating and prosecuting market manipulation”, 2013, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO411.pdf> (enlace consultado el 1/4/2022).

3. JURISPRUDENCIA

3.1. Jurisprudencia de tribunales de Argentina

Corte Suprema de Justicia de la Nación Argentina (conforme su cita de Fallos)

200:165

275:265

281:211

299:167

304:883

304:1820

314:1849

316:2043

318:564

318:884

319:1160

324:3593

329:3082

330:1855

Justicia Nacional en lo Criminal y Correccional Federal

Cámara Federal de Casación Penal, Sala II, “Medanito S.A. y otro s/recurso de casación”, resolución n° 2747/2019 del 23/12/2019.

Cámara Federal de Casación Penal, Sala III, “Collazo, Jorge y otros s/recurso de casación”, resolución n° 1516/13 del 30/8/2013.

Justicia Nacional en lo Penal Económico

Cámara Nacional de Apelaciones en los Penal Económico, Sala I, “Banco Buenos Aires del Plata S.A.”, resolución del 19/10/1970 (LL 142-409).

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico, Sala A, “Medanito S.A. y otros s/inf. art. 309.1b) CP”, resolución n° 31.967 del 28/12/2018

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico, Sala A, “Medanito S.A. y otros s/inf. art. 309.1b) CP”, resolución n° 33.273 del 16/2/2022.

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico, Sala B, “González Correa, Tristán y otros s/inf. art. 300 CP”, resolución n° 53.900 del 15/12/2005.

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico, Sala B, “González Correa, Tristán y otros s/inf. art. 300 CP”, resolución n° 54.825 del 20/3/2006.

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Penal Económico, Sala B, “Prats, José Antonio s/ averiguación de delito”, resolución n° 27.562 del 22/11/2017.

Juzgado Nacional en lo Penal Económico n° 3, Secretaría, n° 6, “M. y otros s/inf. art. 309 CP”, resolución del 29/8/2016.

Juzgado Nacional en lo Penal Económico n° 9, Secretaría, n° 17, “G. y otros s/inf. art. 309 CP”, resolución del 21/8/2018.

Justicia Nacional en lo Criminal y Correccional

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Criminal y Correccional, “Wolf, Ángel y otros”, resolución del 26/3/1946 (publicada en Jurisprudencia Argentina, 1946-II, pp. 232-235).

Justicia Nacional en lo Contencioso Administrativo Federal

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal, Sala III, “Miranda, Maximiliano Julián y otros c/ CNV s/ mercado de capitales – ley 26.831 – art. 143”, resolución del 5/9/2019.

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal, Sala III, “Standard Bank Argentina S.A. y otros c/ CNV – Resol. 14034/13 [Ex 709/09] s/ recurso directo”, resolución del 8/10/2019.

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal, Sala IV, “Fernández Juan Carlos c/CNV s/ mercado de capitales – ley 26.831 – art. 143”, resolución del 18 de agosto de 2016.

Justicia Nacional en lo Civil y Comercial Federal

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Civil y Comercial Federal, Sala I, “Constantini Eduardo Francisco y otros c/ Comisión Nacional de Valores s/ apel. de resolución administrativa”, resolución del 10/9/2019.

Cámara Nacional de Apelaciones en lo Civil y Comercial Federal, Sala II, “Grupo Financiero Valores S.A. y otros c/ CNV s/ apelación de resolución administrativa”, resolución del 20/4/2021.

3.2. Jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos (conforme su cita de United States Reports)

Ernst & Ernst v. Hochfelder (425 U.S. 185 [1976])

Santa Fe Industries, Inc. v. Green 430 U.S. 462 [1977]

Basic Inc. v. Levinson (485 U.S. 224 [1988])

Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. (573 U.S. 258 [2014])

4. RESOLUCIONES SUMARIALES DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (disponibles en [https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Resoluciones Disciplinarias](https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/ResolucionesDisciplinarias))

Resolución n° 18.238 del 22/6/2016

Resolución n° RRFCO-2017-9-APN-DIR#CNV del 30/10/2017

Resolución n° RRFCO-2017-10-APN-DIR#CNV del 30/10/2017

Resolución n° RRFCO-2018-22-APN-DIR#CNV del 8/2/2018

Resolución n° RRFCO-2018-35-APN-DIR#CNV del 3/5/2018

Resolución n° RRFCO-2020-126-APN-DIR#CNV del 15/7/2020

Resolución n° RRFCO-2020-127-APN-DIR#CNV del 15/7/2020

Resolución n° RRFCO-2021-156-APN-DIR#CNV del 15/4/2021

Resolución n° RRFCO-2021-164-APN-DIR#CNV del 8/6/2021

Resolución n° RRFCO-2021-171-APN-DIR#CNV del 3/8/2021

Resolución n° RRFCO-2021-178-APN-DIR#CNV del 11/11/2021

5. PÁGINAS WEB

<https://www.argentina.gob.ar/cnv/resoluciones-disciplinarias> (enlace consultado el 6/6/2022)

<https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-cnv-implementara-un-nuevo-sistema-de-monitoreo-inteligente> (enlace consultado el 6/6/2022)

<http://www.bibliotecadigital.gob.ar/items/show/902> (enlace consultado el 20/4/2022)

<http://www.bibliotecadigital.gob.ar/items/show/1086> (enlace consultado el 20/4/2022)

<http://www.bibliotecadigital.gob.ar/items/show/1300> (enlace consultado el 20/4/2022)

https://www.clarin.com/empresas-y-negocios/carta-saltar-accion-comercial-plata_0_BJnlnOKvme.html (enlace consultado el 5/5/2022)

<https://edition.cnn.com/2021/06/04/investing/elon-musk-bitcoin-breakup/index.html> (enlace consultado el 27/5/2022)

<https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/corrado-abbattista-dec-2020.pdf> (enlace consultado el 9/4/2022)

<https://www.fiscales.gob.ar/criminalidad-economica/pidieron-investigar-a-directivos-de-bancos-privados-y-de-shell-por-la-corrída-cambiaría-de-enero/> (enlace consultado el 24/5/2022)

<https://www4.hcdn.gob.ar/dependencias/dsecretaria/Periodo2011/PDF2011/TP2011/0009-PE-11.pdf> (enlace consultado el 21/4/2022)

<https://www.iprofesional.com/negocios/303149-Petrobras-se-despide-de-la-Bolsa-con-una-denuncia-por-delitos-financieros> (enlace consultado el 25/5/2022)

https://www.mpf.gob.ar/dictámenes/1994/OFappiano/mayo/DC_Isidro_D_59_L_XXV.pdf (enlace consultado el 24/5/2022).

<https://www.mpf.gob.ar/procelac-mercado-de-capitales/informe-anual/> (enlace consultado el 6/6/2022)

<https://www.mpf.gob.ar/transparencia-activa/informes/> (enlace consultado el 6/6/2022)

<https://www.rae.es/> (enlace consultado el 23/4/2022)

<https://www.sec.gov/news/press/2003-54.htm> (enlace consultado el 5/6/2022)

<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-195> (enlace consultado el 10/4/2022)

<https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-maker-taker-fees-on-equities-exchanges.pdf> (enlace consultado el 10/4/2022)

<https://treccani.it/vocabulario/> (enlace consultado el 20/4/2022)