

**C.Nac. Com., Sala D, 1/02/10, Comisión Nacional de Valores v/Gustavo, A García y Cia. Sociedad de Bolsa. Comentario a fallo.**

Hernán López Mazzeo

El caso anotado trata una típica maniobra de manipulación del precio de negociación de títulos públicos (Bonos de Inversión y Crecimiento año 1991 3ra Serie, o BIC 3) que derivó en un sumario instruido por la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) por manipulación, en la correspondiente multa para los sumariados y, finalmente, en su confirmación que en apelación resolvió –más de diez años después de resuelto el sumario- la Sala D de la Cámara Nacional del fuero Comercial. La maniobra implementada por los sancionados (Gustavo García, titular en aquel momento de la sociedad de bolsa “Gustavo García y Cía. S.A.” y los directores de ésta, y los Sres. Montero y Raíz Cohelo) tuvo lugar en Julio de 1995 y consistió en el “armado” de una serie de operaciones de compra-venta ficticias de dichos títulos BIC 3 en el mercado continuo –rueda continua- y en el mercado tradicional<sup>1</sup>, sin movimiento de los bonos ni de dinero, con el objetivo generar una ganancia manipulando el precio de los BIC 3 –que no tenían cotización ni negociación, creando un mercado “ad-hoc” y “marcando” precios artificiosos. Esta operación, que en los mercados internacionales se conoce como “*wash-trade*”, se inició a partir de los contactos del Sr. García con los administradores del Banco de Tierra del Fuego los días previos a que venciera una operación de pase que dicha entidad tenía en pie con el Banco Mildesa S.A. por la cantidad de V/N 2.738.400 BIC 3, y su motivación de fondo habría sido el dato cierto, aportado por el propio García, de que los BIC 3 estaban por ser rescatados en forma anticipada por el Estado Nacional. La artimaña se ejecutó en un día, y su

---

<sup>1</sup>Sesión Continua de Negociación: Los agentes y sociedades de bolsa podrán operar en esta sesión, comprando o vendiendo títulos públicos y obligaciones negociables por cuenta propia, concertando las operaciones con otro agente o sociedad de bolsa u otro intermediario, mediante tratativas directas. En este Sistema y, a diferencia de la sesión Tradicional, no rige la regla de la mejor oferta y la retribución de los operadores y los derechos de bolsa y de mercado están implícitos en el precio convenido. Las operaciones deben ser informadas en tiempo real para su divulgación, registro y publicación. Las operaciones entre contrapartes son liquidadas por el Mercado de Valores de Buenos Aires, y pueden ser cursadas por el segmento garantizado o no garantizado. La rueda tradicional, es la que tiene lugar, típicamente, en el recinto de negociación de la bolsa de comercio a la cual están adheridos los mercados de valores respectivos.

implementación tomó solamente unos minutos, produciendo al cierre de la jornada bursátil del 6 de Julio de 1995 ganancias por \$651.027,23 (pesos convertibles en dólares a razón de \$1 - u\$s1, vale recordar), las que se habrían repartido entre los que participaron en el ilícito. El sumario fue iniciado por la CNV el día 15 de Septiembre de 1997 y resuelto el 23 de diciembre de 1999, con la determinación del ilícito bursátil de manipulación y fraude y con las correspondientes sanciones de multa para los Sres. García (\$1.800.000), Raiz Cohelo (\$30.000) y Montero (\$50.000)<sup>2</sup>. Las operaciones de BIC 3 cursadas por la rueda tradicional fueron, además, motivo de sanción por el Mercado de Valores de Buenos Aires.

Destaco tres ideas generales para apuntar de este fallo.

### **1- La prescripción de las acciones penales administrativas iniciadas por la CNV.**

La primera idea es que, a partir de la entrada en vigencia del Decreto 677/01<sup>3</sup>, las acciones que persigue la CNV por violaciones al régimen de la Oferta Pública (en el caso citado, por manipulación de mercado) tienen su propio régimen de prescripción. El extenso (extensísimo) periplo judicial al que fue sometido este caso llevó a uno de los sumariados, el Sr. García, a oponer la prescripción de la acción disciplinaria iniciada por la CNV para aplicar la multa del caso. A este tipo de acciones se les aplicaba, merced a una laboriosa exégesis de normas y doctrinas, el plazo de prescripción bienal previsto en el artículo 62 del Código Penal<sup>4</sup>. En la actualidad, por aplicación del Artículo 10bis de la Ley N° 17.811 reformada (la "LOP"), la prescripción tiene lugar a los seis años de la comisión del hecho que configuró la infracción en cuestión. Pero lo importante de ésta reforma legal, no es solamente la extensión del plazo de prescripción a 6 años, sino también que la

---

<sup>2</sup> Resolución N°13.162/99 Comisión Nacional de Valores.

<sup>3</sup> Texto s/Anexo Decreto P.E.N. N° 677, de fecha 22 de mayo de 2001, publicado en el B. O. N° 29.656, de fecha 28 de mayo de 2001.

<sup>4</sup> **Art. 62.-** La acción penal se prescribirá durante el tiempo fijado a continuación:

- 1º. a los quince años, cuando se tratare de delitos cuya pena fuere la de reclusión o prisión perpetua;
- 2º. después de transcurrido el máximo de duración de la pena señalada para el delito, si se tratare de hechos reprimidos con reclusión o prisión, no pudiendo, en ningún caso, el término de la prescripción exceder de doce años y bajar de dos años;
- 3º. a los cinco años, cuando se tratare de un hecho reprimido únicamente con inhabilitación perpetua;
- 4º. al año, cuando se trate de un hecho reprimido únicamente con inhabilitación temporal;
- 5º. a los dos años, cuando se tratare de hechos reprimidos con multa.

interrupción del mismo queda configurada con la comisión de otra infracción y por los actos y diligencias de procedimiento inherentes al trámite administrativo. Esta definición de los eventos interruptivos completa el vacío legal que existía hasta la entrada en vigencia del citado Decreto.

En efecto, previo a la reforma legal del 2001, las faltas disciplinarias administrativas a la ley de oferta pública no tenían un tratamiento completo, en particular, respecto de su prescripción, lo que llevó a la jurisprudencia a completar el vacío hilvanando principios penales y administrativos en armonía “axiológica” con el régimen de la Oferta Pública que permitiera definir cuándo y cómo se interrumpía para cada caso el plazo de prescripción del artículo 62 del Código Penal. Estas complicaciones a la hora de resolver no eran por puro gusto, sino que respondían a la necesidad de evitar la aplicación directa –por analogía- del derecho penal y solucionar con éste situaciones de naturaleza jurídica diversa. Vale recordar aquí que la analogía –como método de resolución- requiere tanto la semejanza de los supuestos analogados como una identidad de razón normativa entre ambos. La jurisprudencia predominante en estos casos, que incluía a la Corte Suprema de Justicia de la Nación, forjó esta visión a lo largo de los años, desestimando la simple aplicación por analogía de las disposiciones del Código Penal en materia de prescripción de las sanciones disciplinarias<sup>5</sup>. En nuestro caso, los supuestos de interrupción del plazo de prescripción del Código Penal no tenían ningún asidero en el procedimiento administrativo que impulsaba la CNV. Véase, si no, los supuestos interruptivos que enumera el artículo 67 Código Penal -la comisión de otro delito, el primer llamado efectuado a una persona en el marco de un proceso judicial con el objetivo de recibirle declaración indagatoria, el requerimiento acusatorio de apertura y elevación a juicio, el auto de citación a juicio o acto procesal equivalente y el dictado de sentencia condenatoria. Comparemos éstos con los actos que realiza normalmente la CNV para impulsar sumarios como el del caso que comentamos –inspecciones, pedidos de informes, etc.- Es evidente, entonces, que regular la actividad disciplinaria y sancionatoria de la CNV con la letra pura y dura del Código Penal –sin margen para su atenuación o adaptación- es técnicamente inviable. Por esta razón, el dictamen de la fiscal que antecede el fallo expresamente concluye que *“todo acto que tenga por finalidad instar la acción punitiva tienen virtualidad para interrumpir el curso de la prescripción...en tanto ella refleja la*

---

<sup>5</sup> Cfr. C.S.J.N., “Swift de La Plata c/ Poder Ejecutivo Nacional”, Fallos 156:110 (1929); C.S.J.N., “Swift de la Plata c/ “, Fallos 184:162 (1939); C.S.J.N., “Dirección general de ferrocarriles c/ Ferrocarril Sud”, Fallos 202:293 (1945); C.S.J.N., “Wolczanski, Hersch s/ recurso de queja”, Fallos 267:457 (1967).

*voluntad de la Administración de no abandonar la acción...*<sup>6</sup>, porque no es contrario a derecho que se otorgue relevancia a momentos distintos de acuerdo con la finalidad que se persiga en cada instituto. Lo importante aquí es averiguar el momento que tiene trascendencia para la figura del ilícito bursátil. Y éste es el sentido del nuevo artículo 10bis de la LOP al establecer como causales de interrupción los actos y diligencias de procedimiento inherentes al trámite administrativo en cuestión que evidencien la actividad del administrador tendiente a la consecución de la acción.

Observo, sin embargo, alguna ambigüedad en el lenguaje que utiliza la sentencia al referirse a la aplicación del derecho penal por parte de la CNV (ver el 4to. párrafo de la sentencia) que creo conveniente aclarar: En primer lugar, el poder disciplinario de la CNV, si bien de clara raigambre penal, es formalmente administrativo. Cuando la CNV sanciona e impone multas como en éste caso, no incursiona en la jurisdicción criminal, sino que ejerce la potestad disciplinaria y correctora que le asigna la LOP. La manipulación del mercado de valores es una infracción de naturaleza administrativa, de allí que la naturaleza jurídica del poder sancionatorio que aplica la CNV sea también administrativa.

## **2- La manipulación y la apariencia de legalidad.**

La segunda idea general a destacar del fallo se refiere a la simulación de la que se valen todos éstos ilícitos bursátiles. La maniobra pergeñada por los sancionados requirió de una apariencia de formalidad y de legalidad sin las cuales su implementación –por cierto exitosa- no habría podido llevarse a cabo. En efecto, en éste caso la manipulación se ejecutó a la sombra de comitentes reales, de órdenes de compra y de órdenes de venta que, en ambos casos, contaban con indicación de precios, y, como telón de fondo, de un mercado oficial a través del cual se “negociaron” los BIC 3 en cuestión. Sin ánimo de entrar en detalle sobre cuáles son las conductas que definen al tipo manipulativo, no podemos pasar por alto que todas estas violaciones al régimen de valores son escasamente visibles para el mundo exterior, ya que se ocultan en maniobras sofisticadas y circunstanciales, fronterizas todas ellas con una legalidad arrebatada de algún otro negocio jurídico.

No caben dudas de que la simulación es un elemento esencial en estos ilícitos. Como sabemos, la simulación no implica necesariamente el fraude, ya que se trata de ocultar la verdadera causa del negocio celebrado, aunque se haga con el fin lícito de mantener en secreto lo que nada obliga a revelar. Pero en el caso que comentamos, desenmascarado el

---

<sup>6</sup> “Comisión Nacional de Valores c/ Gustavo A. García Cía. Sociedad de Bolsa” (FG n°100.211), Sala D n° 1007/00.

hecho simulado, quedó al descubierto la manipulación ilícita, que fue distinta de la causa de los sucesivos contratos de compra-venta de BIC 3, pero cuya ilicitud fue un dato ineludible para la CNV a la hora de evaluar la causa real del negocio jurídico que se llevó a cabo. El aspecto práctico más llamativo en esta materia es la dificultad de la prueba de la simulación, o de qué manera dejar a la maniobra ilícita y a sus participantes al descubierto, en tanto el “*corpus delicti*” queda reflejado en anotaciones, conversaciones telefónicas, minutas de compra/venta internas, etc. Todos estos casos son comúnmente resueltos a partir de la valoración conjunta de la prueba para después, a través de las presunciones, llegar a conclusiones definitivas sobre el engaño y a quienes lo pergeñaron.

En este sentido, la reforma del Decreto 677/01 y la incorporación del artículo 10 bis a la LOP va en línea con la tendencia actual en materia de regulación de los mercados de valores, que no es otra que la morigeración del carácter penal a este tipo de infracciones. Puede bien concluirse que la reforma legal citada es un avance del derecho administrativo sobre la legislación penal con el objeto de facilitar a la CNV la persecución y sanción de este tipo de infracciones.

Vale recordar aquí que la manipulación de precios de valores con negociación y cotización pública es una infracción –o delito administrativo- de “riesgo” o de “peligro abstracto”: siempre que se realicen prácticas tendientes a alterar la cotización de un valor, existe un riesgo potencial de que ésta actividad produzca un daño a terceros, ya que merced a esas alteraciones éstos terceros podrían ser inducidos a intervenir en un mercado adulterado, donde la oferta y la demanda no concurren libremente, sino que se pliegan (artificialmente) a los intereses propios del manipulador. No importa que exista o no la intención de dañar a otros participantes del mercado. El reproche se centra en la violación de una norma cuyo cumplimiento resulta esencial para la eficacia del sistema económico, para garantizar la igualdad de oportunidades de los inversores y la transparencia del mercado. La sola generación del peligro potencial para aquellos que queriendo participar del mercado, puedan llegar a pagar precios adulterados, configura la infracción.

### **3- La proporcionalidad de las multas.**

Por último, resulta llamativa la forma en que la Cámara redujo el monto de la multa originariamente resuelto por la CNV. El 23 de diciembre de 1999 la CNV aplicó una multa de \$ 1.800.000 al Sr. García, \$ 30.000 al Sr. Raiz Cohelo y \$ 50.000 al Sr. Montero; el 1 de febrero de 2010 la Cámara resolvió reducir dichas multas a las sumas de \$450.000, \$12.500 y \$7.500, respectivamente.

El Tribunal explicó la reducción sobre la base de dos motivos. Por un lado, entendió que la única maniobra susceptible de reproche a los sumariados fue la desplegada en la “Rueda Tradicional”, mientras que las operaciones de BIC 3 realizadas por la “Rueda Continua” no califican para la sanción. Esta distinción no mereció mayor tratamiento en la sentencia y nos deja, lamentablemente, con una serie de interrogantes que, tal vez, tengan sus respuestas en las constancias del expediente judicial, a las cuales no hemos tenido acceso. El más importante de ellos es, sin duda, cómo hizo la Cámara para discernir de un mismo estratagema manipulativo dos conductas distintas (una punible y la otra no) y qué hechos valoró para entender que la maquinación –que fue exitosamente implementada, insistió– tuvo un aspecto irreprochable. El sumario de la CNV da cuenta de la realización de una serie continuada de operaciones calzadas entre sí que crearon una apariencia de movimiento de los BIC 3, que era, de hecho, falsa. Téngase presente que por aquellos días los BIC 3 no tenían cotización ni mercado alguno, por lo que los sumariados tuvieron que creárselos, utilizando ambos mercados, el continuo y el tradicional, tal como lo indica el sumario de la CNV. Así, todos los movimientos de BIC 3 realizados por los sumariados durante la jornada del 6 de Julio de 1995 habrían tenido una única causa negocial, por cierto ilegítima, razón por la cual el reproche debería ser, también, único y no diferenciado.

El otro argumento para reducir la multa es la “...proporcionalidad y la graduación que debe mediar entre la falta reprochada y la sanción...”, sin otra pista respecto del por qué el *quantum* de febrero de 2010 es proporcional –según la Cámara– al ilícito cometido en Julio de 1995 y sancionado en Diciembre de 1999. Y resaltamos esto porque los \$ 1.800.000 de multa al Sr. García no tienen punto de comparación alguno con los \$ 450.000 que once años después resolvió la Cámara<sup>7</sup>. Ni en consideración de su poder adquisitivo (en Diciembre de 1999 regía la convertibilidad del peso con el dólar estadounidense) ni por el monto nominal de la multa (que terminó siendo cuatro veces menor en el caso del Sr. García).

Es necesario aclarar, sin embargo, que las multas impartidas por la CNV fueron calculadas a partir de una escala que fue luego derogada. A fines de 1999, el artículo 10 de la LOP – conforme la modificación del artículo 154 de la Ley 24.241-, establecía multas con un mínimo de \$1.000 y un máximo de \$5.000.000, montos que a su vez, podían elevarse hasta cinco veces el monto del beneficio obtenido o del perjuicio evitado como consecuencia del accionar ilícito, si era mayor. Luego, en 2001, el artículo 39 del Decreto N° 677/01 modificó el artículo 10 citado y dispuso que la sanción de multa puede

---

<sup>7</sup> Ello aun considerando que sólo un aspecto de la maniobra fue sancionado por el Tribunal.

determinarse de \$1.000 a \$1.500.000, manteniendo la posibilidad de aumento hasta 5 veces el monto del beneficio obtenido o del perjuicio ocasionado. Este nuevo artículo 10 describe una serie de pautas –o criterios- legales a las que el regulador –y su eventual control judicial- deben mirar al momento de fijar multas, a saber

- 1- el daño a la confianza en los mercados de capitales,
- 2- la magnitud de la infracción,
- 3- los beneficios generados o los perjuicios ocasionados por el infractor,
- 4- el volumen operativo del infractor,
- 5- la actuación individual de los miembros de los órganos de administración y fiscalización y su vinculación con el grupo de control, en particular, el carácter de miembros independientes o externos de dichos órganos, y
- 6- la circunstancia de haber sido, en los seis años anteriores sancionado por aplicación de propia LOP.

El fallo no aporta datos concretos respecto a cuáles de éstos criterios se tuvo en cuenta, no obstante lo cual la Cámara, muy probablemente, aplicó la nueva escala en virtud del artículo 3 del código civil<sup>8</sup>, lo que contribuyó a la reducción pecuniaria que observamos.

Los once años transcurridos entre la culminación del sumario y su confirmación judicial que redujo substancialmente el monto de las multas, nos llevan a poner la atención en la necesaria proporcionalidad que debe existir entre el valor monetario de la sanción, la finalidad propuesta en la LOP y los beneficios obtenidos por los sumariados, todo ello considerando el momento en que se cometió el ilícito (Julio de 1995).

Como sabemos, el principio de proporcionalidad opera como limite a los excesos del poder punitivo estatal respecto de eventuales transgresores a las leyes, y no puede resolverse en fórmulas matemáticas, sino que sólo exige un mínimo de razonabilidad para que la sanción sea ajustada a derecho.

---

<sup>8</sup> Artículo 3 Código Civil “A partir de su entrada en vigencia, las leyes se aplicará aun a las consecuencias de las relaciones y situaciones jurídicas existentes. No tienen efecto retroactivo, sean o no de orden público, salvo disposición en contrario. La retroactividad establecida por la ley en ningún caso podrá afectar derechos amparados por garantías constitucionales. A los contratos en curso de ejecución no son aplicables las nuevas leyes supletorias.”

En efecto, la sanción por manipulación de cotizaciones pretende un objetivo que va más allá de la eficacia del enunciado directivo. No sólo se persigue que los destinatarios se comporten conforme ordena la prescripción, sino que se desea evitar los comportamientos falseadores de los precios para conseguir otras finalidades sociales de mayor alcance (un mercado de capitales ordenado, eficaz y transparente). Dicho de otro modo, las multas que imparte la CNV no buscan resarcir los daños causados por estos ilícitos, sino disuadir a los demás participantes del mercado de cometerlos. Por este motivo opinamos que el monto originariamente aplicado a los sumariados no pareciera pecar, por su magnitud original, de un excesivo rigor de punición, propio -por otra parte- de la mayoría de los regímenes que integran el denominado derecho penal administrativo, cuya finalidad es la de acentuar el carácter prevalentemente intimidatorio del elenco de las sanciones que contemplan<sup>9</sup>. La “coacción psíquica” que emana de la multa (o del riesgo de ser multado) debe ser de tal entidad que contribuya a erradicar la despreocupación más o menos generalizada de los participantes del mercado por cumplir con las obligaciones que imponen las regulaciones bursátiles, en razón, principalmente, de los beneficios que pueden obtener al violar éstas. La amenaza penal latente en las multas debería también coadyuvar a crear una conciencia social generalizada sobre la reprochabilidad ética -no ya jurídica- que dichas infracciones suponen<sup>10</sup>.

Alguna doctrina extranjera ha caracterizado al mercado de valores como un espacio altamente “crimínogeno”, en donde el afán de enriquecimiento empuja a comportamientos especulativos de gran alcance<sup>11</sup>. De allí que las sanciones (aún luego del tamiz de la revisión judicial), además de ser ejemplificadoramente disuasorias, deben también contribuir a consolidar el respeto que el mercado en general debe profesar por la autoridad de aplicación, evitando que el paso del tiempo y los vaivenes de la moneda dejen, como único resultado de la actividad administrativa y de policía oportunamente desplegada por la autoridad de aplicación, multas devaluadas, vaciadas de la necesaria sustancialidad económica que las haga merecedoras de respeto.

---

<sup>9</sup> Cfr. con CN Contenciosoadministrativo Federal, sala I Swissair Líneas Aéreas Suizas c. Dirección Nac. de Migraciones.

<sup>10</sup> Idem anterior.

<sup>11</sup> Cfr. Jesús Miguel Alemany Eguidazu, *“La manipulación de los mercados de valores”*, Dijusa, Madrid, 2001, capítulo 7 (parte II). Sostiene el autor que *“Cuando la esperanza matemática de ser descubierto resulta inferior al castigo medio, surge una oportunidad atrayente en términos estrictamente económicos. En estas circunstancias, las armas de disuasión clásicas son los escudos preventivos y la estigmatización del infractor”*

