



de los inversores. Para lograr esos objetivos, definió qué debía entenderse por “oferta pública” y creó la Comisión Nacional de Valores.

La definición de qué es oferta pública ha permanecido casi invariable desde aquella ley de 1968. No es difícil de entender: incluye “cualquier invitación que se hace a personas en general o a sectores o 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 periódicas, 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”.

Como la oferta de valores al público puede ocurrir en el ámbito de las operaciones fiduciarias, el nuevo Código Civil y Comercial también incluyó normas al respecto y estableció que “sólo pueden ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales [...] y las personas jurídicas que autoriza el organismo de control de los mercados de valores...”.

Como “la letra con sangre entra”, además de las sanciones que puede aplicar la Comisión Nacional de Valores (que van desde multas a descalificaciones), el Código Penal también castiga a los infractores: “será reprimido con prisión [...], multa [...] e inhabilitación [...] quien capture ahorros del público en el mercado de valores o prestare servicios de intermediación para la adquisición

de valores negociables cuando no contare con la correspondiente autorización...”. Las penas se agravan en caso de difusión pública de la oferta.

¿Y qué son los “valores negociables”? Según la ley, son los “títulos valores emitidos en forma cartular [es decir, sobre papel] así como 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 o fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efecto similares a los títulos valores que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros...*”.

¿Por qué tantas normas y tanto detalle? Porque para la subsistencia y crecimiento de un sano mercado de capitales es imprescindible *la transparencia*.

Por eso, toda oferta pública de títulos (cualquiera sea la operación subyacente) requiere un mínimo de información al posible interesado.

Veamos un caso reciente: Carlos fue procesado (y sus bienes embargados) por orden de un juez penal “por la presunta captación de ahorros del público en el mercado de valores a través del ofrecimiento para invertir en un emprendimiento inmobiliario y hotelero llamado ‘Fideicomiso Floreal del Sol’ sin contar con la autorización de la Comisión Nacional de Valores y mediante la utilización de medios masivos de comunicación para su difusión”.

¿Qué había hecho Carlos? Había actuado como fiduciario de un proyecto para construir seis edificios. Una sociedad se comprometió a aportar el dominio fiduciario de un predio y a aportar fondos. Los “fiduciantes adherentes” serían las personas que, luego de constituido el fideicomiso, “adhirieran a aquél y comprometieran aportes al fondo fiduciario a través de contratos de adhesión”.

Entre 2013 y 2016 se firmaron más de doscientos contratos entre ahorristas y el fideicomiso. Tenían por objeto la adquisición de módulos de inversión denominados “suites” o “cocheras” en un futuro hotel que allí se construiría, a cambio de una renta trimestral mínima del 6 % sobre el monto de la compra y, en otro caso, del 8 % anual sobre los pagos parciales hechos antes de la apertura del hotel.

Los aportantes entregaron más de un millón de dólares y de setenta millones de pesos.

Carlos apeló su procesamiento penal. En lo sustancial, dijo que el suyo era un “fideicomiso común” (y no un fideicomiso financiero que “desde el punto de vista de la realidad económica, [...] debía estar sujeto a la reglamentación y al control de la Comisión Nacional de Valores”).

Según la ley, los fideicomisos financieros son aquellos en los que se prevé que el fiduciario (a quienes se han transmitido bienes para la consecución de algún proyecto) emite títulos valores y los coloca en el mercado.

Según Carlos, “simplemente se trató de un negocio comercial, difundido entre potenciales participantes, cuya oferta fue privada y no pública”.

Además, sostuvo que “no cualquier instrumento o contrato puede ser considerado valor negociable en los términos del Código Penal sino que, para que cumplan con aque-

lla exigencia deben ser títulos valores emitidos o agrupados en serie, susceptibles de tráfico generalizado e impersonal y fungibles”.

Para Carlos, “los contratos de adhesión al Fideicomiso Floreal del Sol no podían ser considerados títulos valores”.

Además, dijo que el delito del que se lo acusaba sólo podía ser cometido por “agentes autorizados a operar en bolsa, por ser aquéllos quienes pueden captar activos en el mercado de valores” y él no era uno de ellos.

Finalmente dijo que, en el peor de los casos, “no habría tenido ni el conocimiento ni la intención de cometer el delito que se le atribuyó, y eventualmente, habría actuado bajo un supuesto de error inevitable por desconocimiento involuntario de la normativa vigente, pese a haber contado previamente con el asesoramiento de un estudio de escritanos para la confección del contrato que originó el negocio cuestionado”. (*¡Menos mal que no consultó con abogados! ¡No podría haber alegado ignorancia!*)

La Cámara de Apelaciones<sup>1</sup> recordó que el supuesto delito de Carlos era “la captación no autorizada de ahorros del público en el mercado de capitales y la intermediación no autorizada para la adquisición de valores negociables” y que el juez inferior había dado por probado que “se habían captado ahorros del público general, a través de la suscripción de más de doscientos contratos de adhesión al fideicomiso sin contar para ello con la autorización de la Comisión Nacional de Valores”.

---

<sup>1</sup> In re “P.N. y otros”, CNPE (B), 21 mayo 2021; exp. 617/2016; *ElDial.com* XXIII:5769, 26 agosto 2021; AAC64A.

Para el tribunal, al tenerse en cuenta el objeto de dichos contratos y la posibilidad de obtener una renta de ellos, debían ser considerados *contratos de inversión*, “que integran la noción de valores negociables, por lo que, tanto la actividad como los agentes que ofrecían aquel negocio debían estar autorizados y sometidos al control de la Comisión Nacional de Valores”.

Éste es, para nosotros, el aspecto principal de la sentencia: más allá de lo que se ofrecía concretamente (acciones, bonos o títulos varios), la ilegalidad se consuma ante (a) la oferta de un contrato de inversión, por el que se promete un rendimiento económico a cambio de la entrega de dinero y (b) su ofrecimiento al público. En la Argentina esa actividad requiere autorización. Sin ella, constituye un delito.

Los jueces dejaron de lado la defensa de Carlos según la cual “los fiduciantes adherentes no habrían recibido títulos o valores negociables pues las sociedades involucradas no emitieron aquéllos”, porque el delito del que se lo acusaba incluía “la mera captación de recursos, sin que para la configuración típica sea necesario que se produzca además la adquisición de valores negociables”.

Para la Cámara no fue relevante “la forma jurídica mediante la cual se instrumentaron los contratos de los inversionistas en el caso, esto es mediante la suscripción de contratos de adhesión al fideicomiso”, porque los inversores del Fideicomiso Floreal del Sol “no adquirirían una unidad inmueble para uso o vivienda personal, sino que a cambio de la inversión recibían un ‘módulo de inversión’, con el cual se ofrecía a los fiduciantes adherentes una ganancia consistente en una rentabilidad de al menos el 6 % de lo aportado, sin estar autorizados por la autoridad reguladora”.

Según los jueces, “la realidad económica del fideicomiso como la forma jurídica adoptada para invertir en aquél hacían del proyecto de inversión una actividad que debía estar sujeta a la autorización y al control de la Comisión Nacional de Valores”.

Y con respecto al argumento de Carlos de que el proyecto era “un negocio comercial difundido entre potenciales clientes y cuya oferta fue privada y no pública”, el tribunal encontró probado “que los intervinientes en aquel proyecto habrían ofrecido los módulos de inversión mediante la utilización de varios medios masivos de difusión”.

Sobre este punto, la prueba fue abrumadora: desde artículos periodísticos a entrevistas televisivas, pasando por conferencias de prensa, apariciones en las redes sociales, sitios web y publicación de folletos (¡en castellano, inglés y chino!) en los que se mencionaba el “excelente negocio” y su rentabilidad asegurada, con eslóganes atractivos tales como “Invierta en ladrillos con el plus de la rentabilidad hotelera”; “Proteja sus ahorros y empiece a ganar”; “Multipliqué tus ganancias y conseguí beneficios comercializando con Floreal del Sol”, “Sea dueño de una suite internacional”; “Un concepto innovador en inversiones”, etcétera.

Conspiró contra la posición de Carlos el hecho de que la ley argentina *no define la oferta privada, sino sólo la pública*.

La Cámara también concluyó que “todo aquel que no se encuentre dentro de los requisitos legales estará operando por fuera de la legalidad y, consecuentemente, cometiendo un delito”.

El tribunal también descartó el argumento del error “por desconocimiento involuntario de la normativa vigente”. Pues “para que el error sea admitido debe ser *invencible* y no imputable al autor. Es invencible cuando su

autor no se pudo librar de aquél usando cautelosamente los sentidos y la razón”.

Los jueces tuvieron en cuenta que Carlos “no había aportado, más allá de las referencias efectuadas con relación al supuesto asesoramiento de los escribanos que redactaron el contrato de fideicomiso, elementos probatorios por los cuales se acredite la existencia del error invocado o la toma de alguna medida de precaución para evitarlo”.

Pero además, “el desconocimiento concreto de las disposiciones que rigen la actividad a la que una persona se dedica, en principio no resulta una justificación atendible dado que quien realiza una actividad regulada [...] debe precisamente tomar los recaudos para conocer la normativa regulatoria referente a la misma”.

Ahora bien: si está claro, una vez más, que la oferta pública de valores (cualquiera sea el negocio subyacente) siempre requiere autorización de la Comisión Nacional de Valores, ¿cómo se explica el edicto que reproducimos al comienzo de este número y

aparecido en los grandes diarios de Buenos Aires?

No se incluye aunque sea la más mínima referencia a la intervención de la Comisión de Valores ante un caso que, claramente, constituye oferta pública de valores.

En su caso, no cabrían los argumentos de Carlos acerca de la inexistencia de títulos valores, pues allí se habla de acciones. Tampoco cabe argumento alguno acerca del carácter *público* de la oferta: apareció en uno de los diarios de mayor circulación en el país.

Tratándose de la ejecución de una prenda de acciones, el Código Civil y Comercial no contiene exención alguna de los recaudos que otras leyes exigen para el caso de oferta pública de valores. ¿Y entonces?

“Caramba...” susurra el Filosofito, que nos lee en borrador. “¿Alguien habrá cometido un error invencible? ¿Y si hablamos con los escribanos de Carlos?”

\* \* \*

Esta nota ha sido preparada por Juan Javier Negri. Para más información sobre este tema pueden comunicarse con el teléfono (54-11) 5556-8000 o por correo electrónico a [np@negri.com.ar](mailto:np@negri.com.ar).

**Este artículo es un servicio de Negri & Pueyrredon Abogados a sus clientes y amigos.  
No tiene por objeto prestar asesoramiento legal sobre tema alguno.**