

El régimen del mercado de capitales frente a los esquemas inversores de la era virtual

Rodrigo Luchinsky¹

Palabras clave: *regulación financiera – mercado de capitales – valores negociables – oferta pública irregular*

Sumario

Se analiza el rol del regulador bursátil frente a los esquemas de inversión que involucran activos financieros, contratos de inversión y los ahora llamados “activos virtuales”. Si bien la Ley de Mercado de Capitales N°26.831 (LMC) ha sido recientemente reformada para adaptarse al mundo digital integrado globalmente, la decisión sobre el caso Cositorto nos exige reflexionar sobre las herramientas de las autoridades públicas para que el ahorro del público sea canalizado hacia aplicaciones que generen verdadero valor. La pregunta central apunta a determinar la extensión del ámbito de aplicación del régimen del mercado de capitales. Más precisamente, si el regulador solamente actúa frente a las inversiones e instrumentos formalmente cotizados o pretensos de cotizar en mercados institucionales, o si, como proponemos como ponencia, debe actuar frente a ofrecimientos públicos sobre valores negociables no registrados siempre y cuando la propuesta dirigida al público inversor -la oferta pública- cumpla con la definición de *valor negociable* que contiene la LMC y la tradición jurisprudencial. El ámbito de aplicación de la LMC se debiera extender -como tradicionalmente se ha hecho- hacia cualquier ofrecimiento dirigido al público inversor que encuadre dentro de la precisa fórmula legal del art. 2 de la ley, requiriendo la intervención inmediata de la autoridad pública, -aplicando un enfoque basado en riesgos atendiendo a la finitud de los recursos públicos- para impedir la destrucción de valor y a su vez cuidar a quienes operan cumpliendo las ingentes regulaciones de transparencia.

1. Introducción

En el mes de enero de este año la Comisión Nacional de Valores decidió archivar un sumario administrativo que había sido abierto contra un sujeto y dos sociedades como consecuencia de lo que semanas después un tribunal judicial condenó como una estafa, aplicando altísimas penas de cumplimiento efectivo. El caso recibió una amplia cobertura mediática por la magnitud del fraude, la cantidad de damnificados y las particularidades del “criptoponzi” Leonardo Cositorto, un magnético “gurú” financiero, *coach* y líder religioso, según sus propias declaraciones.

Semanas después del archivo del sumario, se difundió otro caso de presunta estafa con una *memecoin* en una trama que llega hasta el mismísimo titular del poder ejecutivo nacional, con la intervención de tribunales locales y extranjeros y hasta una comisión parlamentaria.

Más allá de los condimentos mediáticos, en el centro de este debate queda el rol de los reguladores financieros (más *Los Simpson siempre adelantados*.

precisamente, del bursátil) frente a ciertos esquemas de inversión que involucran activos financieros, contratos de inversión y los ahora llamados “activos virtuales”. Si bien la Ley de Mercado de Capitales N°26.831 (LMC) ha sido recientemente reformada para adaptarse al mundo digital integrado globalmente, la interpretación del regulador bursátil sobre el caso Cositorto nos exige reflexionar sobre las herramientas de las autoridades públicas para que el ahorro del público sea canalizado hacia inversiones que generen verdadero valor.

La interpretación restrictiva del ámbito de aplicación de la LMC que parece proponer el regulador bursátil contraviene el texto legal recientemente reformado, permite distraer inversiones muy necesarias para un país en desarrollo y deja al público inversor totalmente desvalido.

2. El caso Cositorto

En una apretada síntesis, la CNV había emitido en octubre de 2021 una orden de cese contra tres sujetos (dos sociedades y el propio Cositorto)² impidiéndoles la realización de ofertas públicas sobre valores negociables y el asesoramiento en materia de mercado de capitales.³ Según se lee en esa medida, los investigados carecían de las autorizaciones para actuar en el ámbito de la oferta pública.



² Resolución RESFC-2021-21460-APN-DIR#CNV, Expediente N° 1552/2021 - "DENUNCIAS C/ GENERACIÓN ZOE S.A., LEONARDO COSITORTO Y OTROS S/ POSIBLE OFERTA PÚBLICA IRREGULAR", 21 de octubre de 2021.

³ Publicamos un comentario del caso en Luchinsky Rodrigo – Vespucci Andrea, El caso “Cositorto” y los alcances del poder sancionatorio de la CNV, La Ley, AÑO LXXXIX N° 49 TOMO LA LEY 2025-A, 13 de marzo de 2025. ⁴ Resolución RRFco-2022-185-APN-DIR#CNV, 7 de enero de 2022.

La resolución de apertura del sumario agrega otras constancias documentales que daban cuenta no solo de la realización de ofertas públicas irregulares, sino también de la actividad de asesoramiento en el mercado de capitales sin contar con la habilitación del regulador.⁴

Finalmente, en la resolución del sumario la CNV absolvió a los sumariados de ambos cargos.⁴ Para así decidir, el regulador se limitó a sostener que si bien aparecían referencias vinculadas al mercado de capitales (*“inversión/ganancia/negocios financieros”*) su valoración no permite afirmar que existan propuestas o invitaciones que versaran sobre valores negociables.

La decisión del regulador no abunda en análisis sobre el contenido de las expresiones concretas, ni sobre el negocio supuestamente ofrecido, ni sobre la investigación penal que semanas después condenaría a los acusados a penas de hasta doce años de prisión. En una breve decisión, sin abundar en fundamentos jurídicos ni en consideraciones sobre la prueba, simplemente se remite a las propias constancias del sumario -que por un defecto de la LMC es secreto- para decidir el archivo. Menos aún explicita el cambio de línea jurisprudencial que mantenía el organismo y que suponía cierta sensibilidad frente a las invitaciones al público ofreciendo contratos de inversión no examinados por ninguna autoridad de regulación financiera. Y dado el criticable sistema recursivo de la LMC, no intervino ninguna autoridad judicial revisora.

Ahora bien, más allá de que la resolución comentada se limita a mencionar números de fojas sin transcribir el contenido de los presuntos ofrecimientos, el caso fue muy renombrado justamente porque abundan expresiones de los propios sumariados explicando en qué consistía el negocio. Por ejemplo, un artículo periodístico Cositorto decía que *“Los cursos que brindamos son de un alto valor en el mercado. Hablamos de 1.000, 4.000 o 8.000 dólares. Pero con Generación Zoe los tenés incluidos con solo hacer una inversión de 500 o de 1.000 dólares en adelante. Si vos invertís 1.000 dólares, la compañía te obsequia un 20 % de bono para que te capitalices y pone el dinero, por medio de un fideicomiso, a trabajar para vos”*.

En otra declaración, al referirse a las inversiones explicaba sobre los retornos que *“Se hace por medio del trading, finanzas y mercados. Entonces, se te paga un 7.5 mensual y hasta un 10 % de acuerdo con tu membresía. Cuando vos invitás a otra persona a participar, la empresa te reconoce un 20 % a tu favor de lo que invierte el invitado. Y así empieza todo. Gente que gana 1.000 dólares por mes y otros que cobran 1.000.000”*. En la academia Zoe. Coach se vienen entrenando unos 6.400 coaches ontológicos de Latinoamérica y España en los últimos tres años”.

En definitiva, la autoridad de aplicación restringe su ámbito de actuación considerablemente, al postular una definición más bien estrecha del concepto de valor negociable. Aunque no es una decisión argumentalmente profusa, se deja de lado la tendencia expansiva que al menos desde el caso Howey⁵ vienen proponiendo tanto los reguladores como los tribunales comerciales.

⁴ Resolución 290/2025 del 22 de enero de 2025 en el expediente N° 1552/2021 “DENUNCIAS C/ GENERACIÓN ZOE S.A., LEONARDO COSITORTO Y OTROS S/ POSIBLE OFERTA PÚBLICA IRREGULAR”.

⁵ El Howey test, originado en el fallo SEC v. WJ Howey Co. de la corte suprema estadounidense de 1946.

Tratando de comprender la lógica de la decisión, algún medio de comunicación explicaba que no correspondería sancionar en este caso el ofrecimiento de valores negociables porque a pesar de las promesas e incluso de la posibilidad que habrían tenido los inversores de “ver” sus tenencias en pantallas que eran solamente simulaciones gráficas, en realidad no estábamos frente a la comercialización de instrumentos no autorizados. Es imposible aceptar ese razonamiento sin desconocer que la LMC busca proteger al mercado de capitales del daño reputacional -para quienes sí operan legalmente- que causan estas estafas. En definitiva, todos puján por obtener recursos del mismo público y por lo tanto se imponen ciertas reglas de competencia leal.

Este antecedente también deja en evidencia la deficiente regulación de los procesos sumariales en muchos regímenes sancionatorios, especialmente en los vinculados con regulaciones económicas. Mientras que los procesos judiciales avanzan hacia la oralidad, el acceso público y una amplia participación, aquí estamos frente a sumarios secretos, inaccesibles y sin una instancia de revisión judicial.

El caso es interesante por sus aristas burdas, por ocurrir a la luz pública y en tiempo real, como el *monorriel* que los habitantes de Springfield le pagaron al entrañable timador de Los Simpson. El hecho de que los propios involucrados hayan sido condenados en sede penal deja al regulador en una posición incómoda: imaginemos un conductor pasando un semáforo en rojo y atropellando a un peatón, condenado por el homicidio pero *absuelto* por la autoridad municipal por la infracción de tránsito.

Finalmente, trae consigo un mensaje muy preocupante desde el punto de vista del rol estatal en el marco del mercado de capitales: si el regulador no puede sancionar una maniobra de estafa grosera, quizás lo mejor sea que no haya regulador.

La pregunta que trasunta esta ponencia apunta a determinar la extensión del ámbito de aplicación del régimen del mercado de capitales. Más precisamente, si el regulador solamente actúa frente a las inversiones e instrumentos formalmente cotizados o pretensos de cotizar en mercados institucionales, o si, como propongo como ponencia, debe actuar frente a ofrecimientos públicos sobre valores negociables no registrados siempre y cuando la propuesta dirigida al público inversor -la oferta pública- cumpla con la definición de *valor negociable* que contiene la LMC y la tradición jurisprudencial conocida por todos.

3. ¿Qué protege el sistema de la LMC?

Hasta mediados del siglo XX, el mercado de capitales operaba sin ningún tipo de regulación estatal. Las instituciones bursátiles emitían disposiciones reglamentarias acordadas por sus propios agentes asociados. El derecho comercial concebía la actuación de los corredores bursátiles como agentes auxiliares del comercio y personas de confianza de los inversores.⁶

En la reforma de 1889, el Código de Comercio definió a las bolsas y mercados de comercio como “*la reunión periódica de los comerciantes y agentes de comercio para facilitar y realizar operaciones mercantiles, darles seguridad y legalidad*”. Luego de un debate interno en la comisión reformadora, se aclaró que “*el reglamento de estos establecimientos señalará lo que conviene a su policía*

⁶ Encontramos una buena caracterización en CNCOM, sala D, Falivene, Denis Javier y otro c. Mercado de Valores de Buenos Aires S.A s/ ordinario, 18/12/2018, TR LALEY AR/JUR/74717/2018.

interna”⁷, una potestad que terminaría de ceder en todo el mundo tras las reformas que reaccionaron a la crisis financiera de 2008 y que implicaron el fin de la autorregulación de los mercados como la conocíamos hasta entonces, nacida a su vez como reacción frente a la crisis de 1929.

La ley 17.811, de 1968, constituyó un organismo autárquico sectorial para el mercado de capitales bajo el ejemplo de la Securities Exchange Act estadounidense de 1934. En ese marco, el Estado se ocuparía a través de la CNV de abordar los problemas de asimetría informativa facilitando el funcionamiento del mercado de capitales con cierto horizonte de eficiencia. Con una autoridad de supervisión bancaria y monetaria por un lado y otra para el mercado asegurador, la arquitectura regulatoria financiera mantiene el diseño sectorial hasta el día de hoy. Muchos países abandonaron este

formato frente a autoridades centralizadas o la separación de la regulación de conductas de la llamada regulación prudencial.

La traducción jurídica del abordaje de las asimetrías informativas es lo que conocemos como “transparencia”. Implica garantizar la plena disponibilidad de la información relevante para todos los participantes del mercado en igualdad de condiciones, pero sin hacer juicios de mérito sobre las inversiones, ni menos aún ofrecer garantías por fuera de lo que propongan los emisores. Ese principio jugaría en consonancia, mucho tiempo después, con la libertad de creación de valores negociables en el art. 1820 del Código Civil y Comercial y en el art. 3 de la LMC. Acceder al mercado de capitales es, entonces, un derecho, y como todos los derechos, admite una reglamentación razonable.

En lo sustancial, el Estado limita su ámbito de aplicación a la conjunción de dos elementos que son centrales para determinar si una operación o negocio está alcanzado por el regulador: “oferta pública” y “valor negociable”. Como la innovación no cesa, el mérito de la LMC radica en proponer una calificación de los valores negociables atendiendo a la conjunción de ciertos elementos, más allá del nombre que le hayan asignado quienes impulsen su colocación.

En esa línea, quedan alcanzados por la definición de valor negociable los valores o contratos 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 (art. 2 de la LMC).

Entre otros objetivos vinculados con la protección de cierto equilibrio sistémico, el régimen del mercado de capitales es en esencia un mecanismo de protección de los consumidores. Esa visión quedó reforzada a partir de la crisis de 2008, cuando también los inversores sofisticados quedarían alcanzados por las regulaciones que tiempo atrás se habían relajado en el entendimiento de que solo los pequeños inversores necesitarían protección.

Ese paraguas protectorio requiere no solamente cuidar el comportamiento de los jugadores existentes en el ámbito de la oferta pública oficial (emisores, agentes, mercados, administradores de fondos, intermediarios reputacionales, etc.) sino también ejercer cierto monitoreo sobre aquellas propuestas de inversión que por cumplir los requisitos que establece la ley como umbral de aplicación

⁷ Zavala Rodríguez, Carlos Juan, *Código de Comercio y leyes complementarias*, Tomo I, 1964, p. 114.

(contratos de inversión o derechos de crédito homogéneos, fungible y susceptibles de circulación), caen en la ilegalidad por no adecuarse a la norma.

Por supuesto, es impensable que el regulador se convierta en una fuerza policial monitoreando todo lo que ocurre en la dimensión digital. Sin embargo, asumiendo un enfoque basado en riesgos, en ciertos contextos puede actuar preventivamente, tal como lo hizo al dictar un cese cautelar en el caso Cositorto, aunque lo hizo cuando ya era evidente que existía una estafa piramidal en vías de colapsar.

4. Sobre la definición de “valor negociable”

Como más arriba señalamos, la LMC define su propio ámbito de aplicación a través de dos conceptos centrales: “oferta pública” y “valor negociable”. Si en una operación concreta se cumplen ambas condiciones, deberán aplicársele las reglas previstas en esa ley. Si alguno de los términos de la fórmula falla, estaremos frente a una transacción del derecho común o a lo sumo frente a una colocación privada.

La delimitación del alcance de la LMC es el elemento central de la política regulatoria. El sistema del mercado de capitales se asienta también sobre dos conceptos fundamentales. En primer lugar, un incentivo para promover la participación de la mayor cantidad de inversores –y capital- posible a través de la mencionada libertad de creación de instrumentos financieros. En segundo lugar, el establecimiento de regulaciones dedicadas a reducir las asimetrías de información entre inversores y emisores. Esto último, traducido regulatoriamente como reglas de “transparencia”, implica que la autoridad pública no garantiza las emisiones (como sí ocurre parcialmente en el sistema bancario) ni las autoriza evaluando su rentabilidad sino que solamente busca asegurar la disponibilidad de la información relevante para todos los participantes del mercado, en igualdad de condiciones.

El término “valor negociable” es una evolución natural de los “títulos valores” o circulorios del derecho cambiario y que primero introdujo la ley 17.811. Las ulteriores definiciones fueron acompañando la evolución los continentes de esos instrumentos (los cartulares fueron luego anotaciones en cuenta, luego digitales y ahora montados bajo la lógica descentralizada de la *blockchain*) y las nuevas posibilidades que ofrecía la incesante innovación financiera.

El artículo 2 de la LMC combina una enunciación de los instrumentos más comunes con algunas pautas definitorias para alcanzar otros supuestos que no respondan a las denominaciones preexistentes. Con otra técnica legislativa, sigue la definición expansiva que inauguró el caso *Howey* para los llamados contratos de inversión. Según el *Howey test*, se considera que existe un contrato de inversión cuando se cumplen tres condiciones: (1) se realiza una inversión de dinero, (2) en una empresa común, y (3) con la expectativa de obtener ganancias que provengan de los esfuerzos realizados por otros.⁸ Este abordaje busca determinar si una transacción califica como un valor negociable al evaluar la realidad económica involucrada.

Citando el caso *Howey*, un tribunal penal local absolvió a los imputados del delito de oferta pública irregular porque los instrumentos que comercializaban expresamente prohibían su cesión, y por lo tanto no se cumple con la “negociabilidad” que no contempla *Howey* pero sí la LMC.⁹ En el caso citado, el tribunal afirma que “la cualidad de los valores tradicionales de conferir un derecho “autónomo”, en el sentido de “originario” a los distintos adquirentes (que los proteja contra eventuales defensas

⁸ Coffee jr., John C. – Seligman Joel, *Securities Regulation*, 9th ed., Foundation Press, 2003, p. 317.

⁹ D., F. Y OTROS s/ INF. ART. 310 - INCORPORADO POR LEY 26.733, Tribunal Oral en lo Penal Económico Nro. 1, 18/05/2021, TR LALEY AR/JUR/45070/2021.

fundadas en vicios de anteriores transmisiones, o personales a anteriores adquirentes), que se conserva plenamente en los valores negociables, no se encontraría presente en el caso, máxime teniendo en consideración que se preveía —expresamente— que el incumplimiento de las cláusulas de cesión de la calidad de fiduciario acarrearía la nulidad de aquélla y, consecuentemente, resultaría inoponible a la fiduciaria y a los demás fiduciarios adherentes”.

La definición de valor negociable enfrenta un desafío evidente con el mundo cripto, para hacer una referencia rápida a la nueva revolución en ciernes. Inimaginable en la época del fallo *Howey*, es un tema que ocupa y preocupa a los reguladores financieros en todo el mundo. Aunque la CNV no lo aborda directamente, una de las defensas que parecen esgrimir los sumariados en el caso analizado es justamente la incompetencia de esa autoridad para regular estos nuevos instrumentos. Como hemos anticipado, el regulador no se expidió sobre este punto, y actualmente exige el registro de los llamados “proveedores de servicios de activos virtuales (PSAV) pero no de los instrumentos en sí. Es un debate que se viene dando con cada vez mayor intensidad en todo el mundo.

Sin embargo, el centro de este caso no es la consideración de los activos cripto como valores negociables. Ese debate, que por supuesto es actual e interesante, quedará para otra ocasión. En este caso se trata de determinar si un esquema de inversiones que implicaba la captura de dinero -con la promesa de rentabilidades exorbitantes- calificaba o no como contratos de inversión amparados por la definición de valores negociables de la LMC.

Contrastando las declaraciones del mundo Cositorto —que aún hoy siguen online- con los elementos del art. 2 de la LMC y más aún del *Howey test*, es difícil acordar con la solución dispuesta por el organismo. En efecto, es ostensible que existía un llamado público para realizar inversiones sobre la base de derechos homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie (“*si vos invertís 1.000 dólares, la compañía te obsequia un 20% de bono para que te capitalices*” por ejemplo) y susceptible de tráfico generalizado a partir de las reiteradas referencias al *trading* y a los mercados. Los elementos del caso *Howey* también están presentes. Los inversores efectivamente hicieron aportes dinerarios a un fondo común con la expectativa de obtener ganancias que provenían de los esfuerzos realizados por otros (“*se te paga un 7.5 mensual y hasta un 10 % de acuerdo con tu membresía*” se lee en un aviso).

En ese marco, son irrelevantes tanto la pretensión de que se comercializaban criptomonedas como que en realidad se trataba de cursos de capacitación o *coaching*. En cuanto al primer aspecto, lo cierto es que esa definición es innecesaria frente a la clara configuración de un contrato de inversión en la que se recaudaban fondos bajo la promesa de rentas. Y en cuanto al componente “educativo” de las propuestas, la propia CNV ha sancionado foros de difusión en los que de manera velada se operaba con instrumentos financieros.¹⁰ Hay una diferencia sustancial entre una capacitación o un consejo destinados a la difusión (y por lo tanto alcanzados por las garantías que protegen la libre difusión de ideas) y una captura concreta de dinero como consecuencia de esos ofrecimientos.

Si bien es entendible que el sistema sancionatorio administrativo y el régimen penal persigan objetivos distintos, es irresistible pensar que cuando se verifica un esquema Ponzi no estemos también frente a una oferta pública irregular. Visto al revés, es difícil encontrar una estafa piramidal que no involucre además una oferta pública irregular.

¹⁰ Ver CNV, Resolución N°16.007, “*vivalabolsa.com.ar*”, 30 de octubre de 2008.

5. Conclusión

El régimen de la LMC es fundamental para construir un mercado de capitales dinámico, profundo y accesible que canalice la inversión con miras al desarrollo del país que muchos soñamos. El ámbito de aplicación de la LMC se debiera extender -como tradicionalmente se ha hecho- hacia cualquier ofrecimiento dirigido al público inversor que encuadre dentro de la precisa fórmula legal del art. 2 de la ley, requiriendo la intervención inmediata de la autoridad pública, -aplicando un enfoque basado en riesgos atendiendo a la finitud de los recursos públicos- para impedir la destrucción de valor, y a su vez cuidar a quienes operan cumpliendo las ingentes regulaciones de transparencia.
