

El trabajo fue público en:

Direito Penale e Politica Criminal. REDPPC.. Vol. 10, n.2, 2022. (ISSN 2358-1956). Rio Grande do Sul, Brasil. (pp. 31-48).

Revista de Derecho Penal - Derecho Penal Económico: Lavado de activos, blanqueo, decomiso y constitucionalidad de la extinción de dominio-II. 2022-2. Rubinzal-Culzoni. (pp. 11-37)

***Twitter & Elon Musk* una historia de amor sin final feliz. ¿Un romance que podría ser un delito de manipulación de precios de valores negociables (art. 309 CPA)?**

por *Dr. Sebastian Alberto Donna*.¹

Resumen

La idea de este trabajo es analizar desde el art. 309 del CP argentino y el analisis tecnico financiero la negociacion de compra de *Twitter* por parte de *Elon Musk*, y si esta novela de amor con la participacion de una tercera en discordia, incurriria en el tipo penal de manipulacion de valores negociables.

Para ello, se analiza las acciones del comprador, y como fluctuo el precio de los papeles de *TWTR* y *TSLA* en la bolsa de *New York*, posterior mente se vera el tipo penal del art. 309 CPA y se buscara una conclusion.

Palabras clave: *Twitter*, *Elon Musk*, manipulacion de valores negociables, Derecho penal, acciones, bolsa de valores, *TWTR*, *TSLA*

Abstract

The idea of this paper is to analyse from the point of view of art. 309 of the Argentinean CP and the technical financial analysis the negotiation of the purchase of *Twitter* by *Elon Musk*, and if this love novel with the participation of a third party in discord, would fall under the criminal type of manipulation of negotiable securities.

¹ Doctor en Derecho penal, UBA + Magister Derecho & Economía, UBA + Maestría en Economía Aplicada, UTDT + Abogado, UBA + (antiguo) Gastwissenschaftler Georg-August Universität Göttingen. Institut für Kriminalwissenschaften, CEDPAL (Alemania) + Profesor de grado y postgrado + Doctorando en Derecho penal Univ. Salamanca España.

To do this, the actions of the buyer are analysed, and how the price of the *TWTR* and *TSLA* shares fluctuated on the New York Stock Exchange, and then the criminal offence of art. 309 CPA is examined and a conclusion is sought.

Key words: Twitter, Elon Musk, manipulation of securities, criminal law, shares, stock exchange, *TWTR*, *TSLA*

La historia de amor entre *Twitter* & *Elon Musk*

Tras comprar algo menos de una décima parte de la empresa, a pesar de que *Musk* ha trabajado para asegurar el financiamiento para la adquisición, las especulaciones sobre si el acuerdo se llevaría a cabo han estado dando vueltas desde que la junta directiva de *Twitter* aceptó la oferta el 26 de abril.

Musk propuso por primera vez la transacción de US\$ 54,20 por acción el 14 de abril. Las acciones de la empresa han languidecido en los últimos meses, habiendo perdido casi el 60% de su valor en los 12 meses anteriores a la revelación de Musk a principios de abril de que había realizado una gran inversión en acciones de *Twitter*. Las acciones de *Twitter* subieron un 5,5% a 51,63 dólares cuando el lunes 25 de abril los inversores digirieron la decisión de la junta.²

Después de toda la atención recibida por el que parecía ser una de las mayores operaciones bursátiles del año, el 2 de mayo *Elon Musk* confirmaba que el acuerdo para comprar *Twitter*, valorado en US\$44.000 M "*queda en suspenso*". La decision de compra queda en suspenso, a la espera de recibir los datos de la cantidad de cuentas falsas o de *spam* que existe en la red social.

La financiación para la compra se basa en 21.000 millones de dólares provienen de su propio capital. Los otros 25.500 millones con los que se cierra la operación han sido

²<https://www.forbesargentina.com/millonarios/finalmente-elon-musk-compro-twitter-esto-lo-pago-empresa-n15231>

financiados por *Morgan Stanley Senior Funding* junto a otras empresas. Twitter ya está en manos de Musk.³

La *CNN* informaba que, "El acuerdo de Twitter está en suspenso temporalmente a la espera de detalles que respalden el cálculo de que las cuentas de spam/falsas representan menos del 5% de los usuarios", tuiteó Musk el viernes. La noticia hizo que las acciones de Twitter cayeran más de un 20% en las operaciones previas a la comercialización. En su tuit, Musk vinculó un informe de Reuters que decía que Twitter había revelado en una presentación el lunes que las cuentas falsas o de spam representaban menos del 5% de los usuarios activos diarios monetizables de la red social durante el primer trimestre".⁴

Musk dijo que estaba esperando información "que respalde [el] cálculo de que las cuentas de spam o falsas representan menos del 5% de los usuarios". Esto provocó que las acciones de Twitter llegaron a caer hasta un 25% antes de la apertura oficial del mercado en Estados Unidos y con el inicio de la sesión el desplome se fue suavizando.⁵ El 23 de mayo *SKYNEWS UK* Informa que "Elon Musk wants a 25% discount on his Twitter bid if 25% of Twitter's users are spam bots- are they?"⁶

El 13 de abril aparece la noticia que, hace algunos días el empresario se había gastado 3.000 millones de dólares comprando secretamente casi el 10% de Twitter. El detalle es que mientras decía esto, ya se había convertido en el mayor accionista de Twitter al hacerse con el 9.2% del total de las acciones, algo que debió haber hecho público antes y que le hizo ganar o ahorrar dinero. Dinero que justamente un accionista está diciendo que la jugada le costó dinero, y por lo que quiere iniciar demanda colectiva.⁷

³<https://www.xataka.com/empresas-y-economia/que-obtiene-musk-compra-twitter-red-a-cola-usuarios-lider-influencia-e-incapaz-ser-rentable>

⁴<https://cnnespanol.cnn.com/2022/05/13/elon-musk-acuerdo-compra-twitter-suspenso-trax/>

⁵<https://www.bbc.com/mundo/noticias-61440292>

⁶<https://news.sky.com/story/elon-musk-wants-a-25-discount-on-his-twitter-bid-if-25-of-twitters-users-are-spam-bots-are-they-12619502> "He criticised Parag Agrawal, Twitter's chief executive, for publicly refusing "to show proof" that less than 5 % of accounts were "fake/spam" and wrote that he was "worried that Twitter has a disincentive to reduce spam, as it reduces perceived daily users"

⁷<https://www.genbeta.com/actualidad/elon-musk-enfrenta-su-primera-demanda-comprar-tantas-acciones-twitter-secreto>

Según el accionista vendido acciones entre el momento en que Musk tenía que revelar su adquisición en *Twitter* y antes de la revelación real, perdiéndose la consiguiente subida del precio de las acciones.

Musk adquirió más de un 5% de participación en *Twitter* antes del 14 de marzo, lo que le obligaba a presentar un formulario ante la Comisión de Valores de EE.UU. en un plazo de 10 días, es decir, el 24 de marzo.

El demandante entiende que, *Musk* no hizo esto sino hasta el 4 de abril, y en ese tiempo las acciones de *Twitter* subieron más de 27%. La acción que valía 39,31 dólares el 1 de abril, pasó a valer 49,97 dólares.⁸

Para el demanda, "*Los inversores que vendieron acciones de Twitter entre el 24 de marzo de 2022, cuando Musk debía haber revelado su propiedad de Twitter, y antes de la revelación real del 4 de abril de 2022, se perdieron el aumento resultante del precio de las acciones a medida que el mercado reaccionaba a las compras de Musk y fueron perjudicados*".⁹

Al no revelar su participación a tiempo, *Musk* pudo adquirir acciones de *Twitter* a menor precio. *Musk* rechazó unirse a la junta directiva de *Twitter* (12 de abril), no estará limitado a no poseer más del 14,9% de las acciones.¹⁰

Recuerde de la importancia del precio y de la normativa en el mercado de valores, el caso en concreto fue el pánico de 1901 en la bolsa de EEUU cuando no existía la *Securities Exchange Commission*¹¹ (SEC) que exige que cualquiera que adquiera el 5% o más de una empresa debe hacerlo público. Este dato es importante, al no existir dicha normativa o un órgano de control como hoy se conocen, se iba adquiriendo poco a poco el control de los intereses de una empresa sin que el mercado se diera cuenta y por

⁸<https://www.cnet.com/news/social-media/twitter-shareholder-sues-elon-musk-over-share-acquisition/>

⁹<https://www.cnet.com/news/social-media/twitter-shareholder-sues-elon-musk-over-share-acquisition/>

¹⁰<https://www.cnet.com/news/social-media/twitter-shareholder-sues-elon-musk-over-share-acquisition/>

¹¹ <https://www.sec.gov>

tanto subiendo el precio de las acciones. Esto fue lo que sucedió con las acciones de *Northern Pacific Railroad* (el ferrocarril del pacifico norte).

El pánico de 1901 estuvo provocado por la lucha entre *E. H. Harrinian* y *James Hill* y sus respectivos banqueros, *Kuhn, Loeb & Company* y *J.P. Morgan and Company*, por el control de *Northern Pacific Railroad*.

Esto es de lo que se lo acusa a *Musk*, que hizo la compra de la que debería haber informado para que todos en el mercado lo supieran, y no lo hizo, es por ello que lo quieren demandar ciertos inversores, porque si él hubiera informado podrian haber ganado más dinero o tal vez hubieran tomado otras decisiones. En este caso lo que habría hecho *Musk* es esconder información que afecta el precio, en especial si parte de su análisis está basado en el volumen del mercado.

En uno de los capítulos de la novela, el CEO de Tesla consiguió que *Ken Paxton*, el fiscal general republicano de Texas, iniciara una investigación contra *Twitter* por "posibles informes falsos".¹²

Según *The Washington Post*, "After a weeks-long impasse, *Twitter's* board plans to comply with *Elon Musk's* demands for internal data by offering access to its full "firehose," the massive stream of data comprising more than 500 million tweets posted each day, according to a person familiar with the company's thinking, who spoke on the condition of anonymity to describe the state of negotiations".¹³

El mismo diario informó que, "*Musk's* legal team contends the data stream is essential for understanding the amount of spam and bot activity on its platform, a figure that could influence the company's ad revenue, according to a letter sent to *Twitter* on Monday".¹⁴

¹² <https://www.lavanguardia.com/tecnologia/actualidad/20220610/8330015/elon-musk-sale-suya-twitter-compartira-millones-datos-sobre-cuentas-pmv.html>

¹³ <https://www.washingtonpost.com/technology/2022/06/08/elon-musk-twitter-bot-data/>

¹⁴ <https://www.washingtonpost.com/technology/2022/06/08/elon-musk-twitter-bot-data/>

La última información que conocí de esta historia de amor mientras cierro este trabajo, es la que informa el diario *Frankfurter Allgemeine* (22/7/2022) *“Twitter registró una disminución en las ventas y una alta pérdida en el último trimestre en torno al turbulento intento de adquisición del multimillonario tecnológico Elon Musk. Los ingresos cayeron un uno por ciento interanual a 1180 millones de dólares. Los analistas esperaban unos buenos 1300 millones de dólares. Twitter justificó el declive con el debilitamiento del mercado de la publicidad en línea y también con la incertidumbre en torno a los planes de adquisición de Musk. Musk había anunciado en abril que quería comprar Twitter por unos 44 000 millones de dólares. Unas semanas más tarde, declaró que el acuerdo se suspendió unilateralmente y finalmente se retiró a principios de julio”*¹⁵

Según el diario alemán, *Twitter* quiere llegar a un veredicto que obligue a *Musk* a llevar a cabo la adquisición al precio acordado de 54,20 \$ al mes. La conclusión es que *Twitter* terminó el segundo trimestre con una pérdida de 270 millones de dólares, después de un beneficio de poco menos de 66 millones de dólares el año antes. El número de usuarios activos diarios a los que *Twitter* puede llegar con su publicidad porque utilizan la aplicación o la versión web aumentó de 229 millones a 237,8 millones en tres meses. En el primer trimestre, el servicio había ganado unos 14 millones de usuarios.¹⁶

En la misma nota el diario informa que, el negocio de la aplicación *Snapchat* también se ve muy afectado por la debilidad del mercado de la publicidad en línea. El rápido crecimiento de las ventas cayó a un escaso aumento del 13 por ciento en el último trimestre. A los inversores no les iba bien: hicieron que las acciones se desplomaran más de una cuarta parte en el comercio posterior al comercio el jueves. El viernes, los títulos comenzaron de nuevo con un 2 por ciento menos. Los desencadenantes de las turbulencias son la alta inflación y la débil economía. Esta situación ahorra a muchas empresas en gastos de publicidad, la fuente central de ingresos de *Snapchat*. Están en

¹⁵ <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/verlust-und-umsatzrueckgang-twitter-in-den-muehlen-von-musk-18192812.html>

¹⁶ <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/verlust-und-umsatzrueckgang-twitter-in-den-muehlen-von-musk-18192812.html>

una batalla más estrecha por los dólares de la publicidad en línea con rivales como *Tiktok*, dijo el director financiero de la compañía operadora *Snap*, *Derek Andersen*.¹⁷

De esta manera dado los problemas de inflación, sumado a que no hay tanto dinero en publicidad como pondría haber habido antes, que la publicidad ya no es como se conocía sino que se contrata y se paga dependiendo de los sectores a los que se quiera llegar, es conocido por todos que el dinero en la publicidad también se ha recortado, y solo se invierte en lugares muy puntuales.¹⁸

Una historia de amor entre velas

A los fines de hacer más claro el romance entre *Twitter & Musk* es que incluí un gráfico de armado propio de velas diarias, para que se pueda seguir de forma más práctica como fue fluctuando *TWTR* en el mercado de valores de NY.

El análisis a los fines que sea conocido por todos y simple lo realizaré desde la teoría que propuso *Weinstein*¹⁹ para el análisis de los mercados financieros. Así las cosas, el análisis de esta novela romántica con final abierto del papel *TWTR* (por lo menos mientras hago este trabajo) se realizó sobre el mercado de valores de NY, en un gráfico de velas de 1D, con una media móvil ponderada (MMP 9-0), con volumen (MA Length 20), momentum (MM Length 10) y RSI (Length 14).

¹⁷ <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/verlust-und-umsatzrueckgang-twitter-in-den-muehlen-von-musk-18192812.html>

¹⁸ En relación a la inversión en publicidad en los medios de comunicación ver entrevistas a Mario Pergolini, y que es un empresario de medios que habla mucho sobre esos temas y como ha cambiado el flujo de dinero en los medios de comunicación.

¹⁹ Ver Weinstein Stan. Secretos para ganar en los mercados alcistas y bajistas. Valor Ediciones. Barcelona 2014.



En el grafico podemos ver que, la primera compra del 5% sin notificar de *Musk* es en el punto mas barato de la accion (14-3), si vemos la media movil ponderada (MMP) sería el momento o una vela previa a comprar dado que estaria empezando un nuevo ciclo en subida; de hecho el precio continua subiendo y luego de un *GAP* bastante grande en *Musk* notifica que habia adquirido acciones de *TWTR* las que el habia adquirido, y si se observa la vela siguiente esta es en alza.

Luego de esa ultima vela con los rumores de que si compraria o no compraria, etc, el precio de la accion comienza a caer, el 14/4 realiza una oferta por comprar de *Twitter* por un valor de US\$44.000 MM. Lo que hizo subir la accion, pero esta comenzo a caer cuando los rumores y los directivos de *Twitter* decian que no se la venderian a el.

El 26/4 la empresa acepta la oferta de *Musk*, pero ahora con esa noticia se pueden observar que las velas se mantendrian en un canal, expectantes a ver que ocurriria. Luego cuando *Musk* suspende la compra por las cuentas flasas que habian, lo cual es entendible dado que *Twitter* vendia como que tenia x cantidad de cuentas lo que representa el patrimonio de la empresa, hizo que la accion comenzara a caer hasta casi el precio inicial de cuando empezaron a subir cuando compro *Musk*.

Viendo los indicadores *MM* y *RSI* nos permite intuir que, luego de la compra sin declarar de *Musk* los indicadores muestran una subida, volviéndose mas plana llegada al *GAP*, luego del *GAP* se muestra una subida abrupta quedando sobrevendidas en ambos indicadores, incluso si se mira el volumen antes y durante la notificación de compra aumenta el volumen de compra de acciones.

Luego de ello, se ve que un aumento de la acción, luego los indicadores muestran que la fuerza comienza a descender hasta la propuesta de compra de las acciones *TWTR* por parte de *Musk* donde se ve que sube un pico de impulso, pero hay que observar que luego de que la empresa pusiera en dudas si vendería o no a *Musk*, se observa una caída casi de 90 grados en *MM*, a diferencia del *RSI* que la fuerza de caída es menos abrupta y menos profundidad.

Cuando la empresa acepta la compra de *Musk* por un valor de US\$44.000 MM, los dos indicadores muestran una suba, la diferencia es que en *MM* tiene una subida bastante fuerte casi llegando al pico anterior, y el *RSI* se mantiene bastante estable con un pico parecido al anterior.

Los dos indicadores se mantienen bastante estables hasta que *Musk* avisa que detendrá la compra dado a que el capital de *Twitter* que son sus usuarios no queda claro cuantos son reales, a partir de ese momento los índices muestran que la fuerza del papel de *TWTR* comienza a caer, de la misma manera que lo hace el precio, lo mismo ocurre con el volumen de venta el cual aumenta por sobre el de compra, salvo en la última etapa que la empresa se estabiliza dado el nivel de compra, lo mismo se puede observar en los indicadores, que al encontrarse sobre vendidos empiezan a estabilizarse y muy levemente a ascender.

Esto es de lo que se lo acusa a *Musk*, que hizo la compra de la que debería haber informado para que todos en el mercado lo supieran, y no lo hizo, y es por ello que lo quieren demandar ciertos inversores, porque si él hubiera informado podría haber ganado más dinero o tal vez hubieran tomado otras decisiones. En este caso lo que

habría hecho Musk es esconder información que afecta el precio, en especial si parte de su análisis está basado en el análisis técnico.

Y parecería ser que, es en este momento donde se podría pensar que estuvo buscando manipular el precio del mercado, porque luego de esa compra que no notifico la acción comienza a subir el precio, y si se mira la MMP la segunda vela ya estaría por encima de esta lo que indicaría señal de compra.

Cerrando el artículo, aparece la noticia en *The Washington Post*, de que Twitter abriría el acceso a los datos que solicitó Musk, quedaría realizar un último análisis sobre TWTR estos últimos días a ver cómo reaccionó el papel a esa información.



La intuición nos permite decir que, que luego que la acción toca 24/5 el mínimo desde la caída que venimos analizando, sube ya a bailar dentro de la franja de los 39 y 42 dólares, incluso el 8/6 cuando Twitter avisa que le dará la información que solicita Musk, la acción tiene una leve subida y vuelve a bajar, pero siempre sin salir de la pista de baile de los 39 a 42 dólares, pero si se observa la vela nunca pasa la MMP, solo en un momento asoma un poco pero vuelve a caer por debajo de la línea ponderada.

Incluso los indicadores, muestran una suba en especial MM que parece que sube con más fuerza que el RSI, pero luego esa fuerza cede y se mantienen en un canal con algunas

fluctuaciones, mostrando una caída en la fuerza en el momento en que sale la noticia en el diario.

La tercera en discordia y un ataque de celos

En el romance entre *TWTR* & *Musk* aparece una tercera en discordia que podría sentir que le fueron inflien, y ante el despecho de una dama deviene la tormenta.

Como dice el personaje principal de *Stefan Zweig* en “Carta de una desconocida”: “*Noté la diferencia entre mis sentimientos hacia ti porque el corazón se me encogía y el alma se me partía cuando veía a una mujer desconocida caminando muy segura de sí misma cogida de tu brazo. No me sorprendía. Yo ya conocía de antes tus inacabadas visitas femenina,...*”²⁰

El gráfico muestra como fue evolucionando entre velas el papel de *TSLA* según avanzaba el romance entre *Musk* y *TWTR* (gráfico de armado propio), de esta manera podemos seguir el romance oculto hasta que se hace público. Esto nos servirá para evaluar si tal vez las acciones de *Musk* sobre *TWTR* sirvieron o no para elevar el valor del papel *TSLA*.

El análisis de esta novela de celos de *TSLA* se realizó sobre el mercado de valores de *New York*, en un gráfico de velas de 1D, con una media móvil ponderada (MMP 9-0), con volumen (MA Length 20), momentum (MM Length 10) y RSI (Length 14).

²⁰ Zweig Stefan. “Carta de una desconocida”, p. 199, en *Novelas*. Acantilado. Primera edición. 2012.



El 14/3 es cuando Musk compro el 5% de TWTR (sin dar aviso), ese dia el papel de TSLA estaba en \$778.5. Al dia siguiente la accion empieza a subir a \$801, los indicadores muestran una señal alista de compra tanto MM y RSI.

El 28/3 los indicadore dan señal que el papel se ecuentra sobrevendido, a partir de ese dia se obcerva que la fuerza de TSLA comienza a perder fuerza. Incluso si se mira la MMP es superada por las velas lo que implica una señal de compra²¹ y de un ascenso de la accion, hasa el 7/4 en que la MMP no pudo ser superada por la vela salvo muy pocas excepciones.

Si se observa el 4/4 dia en que Musk notifica a la SEC su compra del <5% de TWTR, el papel de TSLA ya avisaba que estaba haciendo un esfuerzo por mantenerse, y esto se observa en ciertos incadores MM ya muestra una clara caida de la fuerza, en lo que respcta al volumen es bajo para lo que se venia viendo. La MMP continua por debajo de la vela, y el RSI continua sobre vendido, la intuicion nos dice que, se esperaria que comenzara a bajar.

²¹ Ver ciclo de compra-venta en Weinstein Stan. Secretos para ganar en los mercados alcistas y bajistas. Valor Ediciones. Barcelona 2014.

El 13/4 parecía que se estabilizaría la caída, el 19/4 el papel estaba a \$1015.5 y el 21/4 sube a \$1070.5 una subida de la acción, pero luego cae el precio. La intuición nuevamente nos permite decir que es lógico si se mira el *RSI* y *MM*. Recordemos que el 14/4 es cuando *Musk* hace la oferta de compra de *Twitter* por US\$ 44.000 MM.

El 4/5 el papel intento romper el techo a \$950 pero luego ya de esto empieza a caer sin posibilidad de que se detenga. El 25/5 cuando toco fondo a \$637 es que comienza a subir, pero recién el 27/5 empieza a subir a \$756.5.

La intuición nos permitiría afirmar que, no habría una relación entre las acciones que realiza *Musk* para la comprar *Twitter* con la finalidad de beneficiar el papel de *TSLA*. La hipótesis que podría haber realizado estas acciones para beneficiar la acción de *TSLA* o hacerla caer para recomprar parecería por el momento no tener sustento, ello no quieto que a futuro pueda ocurrir.

El tipo penal de manipulación de precios de valores negociables u otros instrumentos financieros (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;
 - b) Ofreciere valores negociables o instrumentos financieros, disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas o afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas.
2. Será reprimido con prisión de dos (2) a seis (6) años, cuando el representante, administrador o fiscalizador de una sociedad comercial de las que tienen obligación de establecer órganos de fiscalización privada, informare a los socios o accionistas ocultando o falseando hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa o que en los balances, memorias u otros documentos de contabilidad, consignare datos falsos o incompletos. (Artículo incorporado por art. 5° de la Ley N° 26.733 B.O. 28/12/2011) (Artículo 308 reenumerado como artículo 309 por art. 3° del Decreto N° 169/2012 B.O. 06/02/2012)

El agiotaje es la especulación, segura y sin riesgo, consistente en la obtención de un lucro excesivo por medio del intercambio de papel moneda por dinero en efectivo, todo ello

aprovechando las fluctuaciones de precios. Explicado de otra forma, el agiotaje se da cuando alguien compra pagares, letras u obligaciones públicas o privadas con el objetivo de volver a venderlas aprovechando que su precio ha subido. Eso sí, siempre que está persona sepa a ciencia cierta, por ejemplo, con información privilegiada, que esa situación se va a dar.

Este concepto no debe llevar a confusión con la especulación. Especular conlleva un riesgo futuro, ya que no sabemos con certeza cómo oscilarán los precios. Sin embargo, este tipo de operaciones requieren de dos condiciones, que sean seguras y que carezcan de riesgo. De esta forma, acaban perjudicando a un tercero e incluso al público en general.²²

El inciso 1. (a) alterar los precios artificialmente

Bien jurídico

El denominado derecho penal del mercado de valores protege el correcto funcionamiento de dicho mercado o, lo que es lo mismo, elementos básicos para el funcionamiento de los mercados de valores e instrumentos financieros como la transparencia informativa y la correcta formación de los precios, pero no el patrimonio de los inversores o cualquier otro interés patrimonial, que no representarían más que un reflejo de protección (más allá de la evidente idea de que un mercado de valores e instrumentos financieros que funcione correctamente y con eficacia ampara, sin duda,

²² En Alemania, la prohibición de la manipulación del mercado regulada anteriormente en el §20 WpHG (Gesetz über den Wertpapierhandel – Wertpapierhandelsgesetz) para aplicar la MAD (Market Abuse Directive -Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen parlament und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation versión antigua), se encuentra actualmente en los §§ 12, 15 MAR (Marktmissbrauchsrecht desde julio de 2016. En consecuencia, está prohibido manipular los precios de mercado de los instrumentos financieros. El objeto de protección de la norma es *la confianza del inversor en una formación de precios no distorsionada*. También se pretende evitar los comportamientos que, en contra del objetivo de la eficiencia asignativa, hacen que el capital no llegue al lugar donde su uso parece más prometedor debido a un comportamiento distorsionador. El fraude de precios se reguló originalmente en la BörsG de 1896 y luego en el § 88 de la BörsG (versión antigua), pero quedó sin mucha importancia práctica. Posteriormente, la manipulación del mercado se incluyó en la WpHG (§20ª WpHG versión antigua), ya que se trata de una ley de conducta de mercado y no de organización de mercado.

los derechos e intereses de los inversores como colectivo).²³ En otras palabras, lo que pretende proteger este tipo penal es la competencia leal como bien jurídico colectivo.²⁴

Tiedemann, entiende que el bien jurídico en estos casos es, el funcionamiento de los mercados de valores supervisados estatalmente y -conectado con el- la confianza de los participantes en el mercado en la fiabilidad y en la veracidad de la formación de las cotizaciones. Estos mercados tienen una función socioeconómica central que les confiere un valor social elemental.²⁵

Respecto al bien jurídico afectado por las conductas subsumibles en el tipo penal señala *Donna* que, es evitar la desigualdad en este tipo de mercados, en donde juega la buena fe y la equiparación entre las partes, de modo que si alguna persona entra en el, con mas datos sobre algún título y sabe lo que va a ocurrir antes de las operaciones, tal equilibrio no existe mas y dichas conductas deben ser castigadas.²⁶

Para *Paolantonio*, la norma penal se vincula directamente con proteger el proceso de formación de precios en el mercado de valores, lo que implica en instancia final su relación con la integridad en el mercado financiero, en este caso en el segmento correspondiente al mercado de valores.²⁷

Tipo objetivo

Este punto se refiere al *agiotaje* financiero, que consiste en realizar transacciones u operaciones mañosas para subir, mantener o bajar el precio de valores negociables o instrumentos financieros, con el propósito de aparentar mayor liquidez o de negociarlos a un determinado precio. Lo antedicho se refiere al precio real fijado por el mercado al

²³ Feijoo Sánchez Bernardo, El derecho penal español frente a fraudes bursátiles transnacionales. ¿protege el Derecho penal del mercado de valores los mercados financieros internacionales? p.863, en Demetrio Crespo Eduardo (dir), Crisis financiera y Derecho penal económico. Bdef, Madrid 2014

²⁴ Feijoo Sánchez, ob. cit. p.83

²⁵ Tiedemann Klaus, Manual de Derecho penal económico. Parte general y especial. Tirant Lo Blanch. Valencia 2010. p.380, n° 347

²⁶ Donna Edgardo Alberto. Derecho penal. Parte especial. Tomo IV. 3 edición actualizada. Rubinzal-Culzoni. Santa Fe. 2014. p. 540

²⁷ Paolantonio Martin E. Derecho penal y mercado financiero: ley 26.733. AbeledoPerrot. 2012. p.146

momento del hecho –es decir, por el libre juego de la oferta y al demanda-; no al fijado por la autoridad.²⁸

En el engaño, a diferencia de los que podría entenderse el engaño en la estafa, acá aparece de un modo bastante diferente cuando se trata -como aquí- de considerar si es posible engañar, mediante una conducta de abstenerse de informar, a todos los intervinientes en el mercado de valores. Ocurre que los mercados secundarios de valores, existen sin duda fuertes deberes (humidificados además) de información de las empresas cotizadas, a las autoridades bursátiles y a los agentes económicos presentes en el mercado.²⁹

Acción típica.

La acción típica consistiría en producir el alza, la baja o el mantenimiento de precios de los valores negociables u otros instrumentos financieros por los medios taxativamente enunciados por la Ley y cuyo resultado se alcanza mediante maniobras que perturben el normal juego de las leyes de la oferta y la demanda.³⁰ Es decir, se trata de la normal alteración de los precios, en alza o baja, así como la conservación de su valor en el tiempo, y guarda vinculación con el precio medio real que, al momento del hecho, tiene los valores negociables.

Se sanciona a quienes difunden noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que, a sabiendas, se ofrecieren datos económicos total o parcialmente falsos, con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero, obteniendo para sí o para terceros un beneficio económico.³¹

²⁸ Basilio Ángel Ricardo y otros, Delitos contra el orden económico y financiero. Astrea. 2019. p.83

²⁹ Paredes Castañón José Manuel, Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores, p. 832, en Demetrio Crespo Eduardo, Crisis financiera y Derecho penal económico, Bdef, 2014.

³⁰ Aboso Gustavo Eduardo. Código Penal. Comentado, concordado con jurisprudencia, 4 edición, BdeF, 2017. p. 1518

³¹ Vargas Lozano Renato. La alteración del precio en los “instrumentos financieros” y su relevancia penal a la luz del artículo 284 del Código Penal español. p.915, en Demetrio Crespo Eduardo (dir). Crisis financiera y Derecho Penal Económico. Bdef. 2014

Parecería tener consenso que las negociaciones formalmente existentes, pero económicamente ficticias son la forma prototípica de las negociaciones fingidas. La literatura coincide entonces en la punibilidad de las llamadas *wash sales* (transacciones en las que el comprador y el vendedor son, económicamente idénticos o en las que no hay un cambio real de la propiedad del instrumento financiero) y en las *improper matched orders* (dos partes simultáneamente intercambian recíprocamente al mismo precio y cantidad, produciendo una sensación de interés por determinado valor que no es real en el mercado).³²

El *scalping*, sería subsumible en el supuesto de la realización de transacciones verdaderas. Lo que permanece oculto de la maniobra, es en realidad el interés que conlleva el consejo dado, ya que la suba del precio producto de la compra masiva de quienes seguían sus consejos, lo beneficiaba directamente. En ello el hecho reprochable parece asemejarse más a una negociación incompatible que a una manipulación del mercado.³³

Sujeto activo

El tipo si bien aparentemente no requiere una autorización especial, de acuerdo a lo dicho, solo pueden ser los autores especiales quienes tienen la capacidad de realizar este tipo de acciones previstas por la ley.³⁴

Tipo Subjetivo

El tipo penal exige que se realice el acto contrario al Derecho mediante dolo directo.

El elemento subjetivo consistente en la finalidad de fijar sus precios en niveles anormales o artificiales tiene que ver con la existencia de otras razones económicas distintas legítimas para haberse asegurado la posición dominante como, por ejemplo una determinada estrategia de configuración empresarial.³⁵

³² Orce Guillermo. Manipulación del precio de valores negociables u otros instrumentos financieros, en Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrina y jurisprudencia. Tomo. 12. Hammurabi. Bs. As.2013. p. 649

³³ Orce. ob. cit. p. 650

³⁴ Donna E. ob. cit. p. 545

³⁵ Feijoo Sánchez Bernardo. Orden socioeconómico y delito. Cuestiones actuales de los delitos económicos. Bdef. 2016 p. 73

Error de tipo

Ahora bien, si el autor no llega a representarse la posibilidad de que su acción de lugar a una alteración de precios, o bien piensa que dicha alteración será insignificante en su cuantía, o bien, en fin, se equivoca de forma significativa en cuanto al grado de probabilidad de que la alteración tenga lugar, nos hallamos ante un caso de error de tipo (sobre la concurrencia del resultado de peligro) y la conducta devendrá penalmente atípica.³⁶

El inciso 1.(b) ofrecimiento falaz de valores u oferta engañosa de valores negociables.

b) Ofreciere valores negociables o instrumentos financieros, disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas o afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas.

Bien Jurídico

Si bien todo esto englobado bajo el esquema del sistema económico y financiero, su correcto funcionamiento y transparencia, la idea de la ley sigue siendo la igualdad de las personas que intervienen en el mercado de valores.³⁷

Al respecto *Tiedemann*, identifica como bienes jurídicos protegidos al mercado de capitales y su funcionamiento eficaz; aunque junto a ello, sostiene que también se protege el patrimonio del inversor individual y su libertad de disposición. A ello agregó, sin embargo, con anterioridad, una función de protección de la sinceridad de la publicidad en el mercado de capitales.³⁸

Tipo Objetivo

³⁶ Paredes Castañón. ob. cit. p. 838

³⁷ Donna E. ob. cit. p 540

³⁸ Orce Guillermo. Manipulación del precio de valores negociables u otros instrumentos financieros, en Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrina y jurisprudencia. Tomo. 12. Hammurabi. Bs. As.2013. p 653

El punto dos del inciso primero sanciona a quien ofreciere valores negociables o instrumentos financieros, disimulando u ocultando hechos o circunstancias verdaderas o afirmando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas.

Hoy en día el hecho es considerado lesivo al orden económico y financiero, lo que nos permite establecer a través de una de las funciones primordiales del bien jurídico, su diferencia con un caso de estafa, ante la similitud de conductas. En efecto, quien procede de esta forma podría decidir que intenta perpetrar una especie de defraudación, ya que esta ofreciendo valores negociables o instrumentos financieros, disimulando, ocultando o haciendo entrever hechos o circunstancias falsas.³⁹

Esta cuestión a la que se refiere alude a la buena fe en el tráfico comercial, en el sentido de que si se compran acciones se debe tener una noticia cierta de la economía y de las finanzas de la persona jurídica como tal.⁴⁰

Acción típica

Para *Paolantonio*, la existencia de información -con ciertas características- se muestra como un elemento necesario para el funcionamiento del mercado de valores, y una pieza central en la captación del ahorro mediante la oferta pública de valores negociables. Los deberes de información se visualizan como una exigencia de la tutela del inversor, y en esa línea se vincula con uno de los dos principios fundamentales del mercado de valores: la protección del ahorrista.⁴¹

Si se comprende el tipo penal del art. 309, inc, 1-b, como un tipo de peligro abstracto sin daño (y también sin necesidad de provocación de error por parte de la víctima) resulta evidente que se trata de recortar esa parte de la conducta engañosa y volverla

³⁹ Tazza Alejandro. Agiotaje financiero y otros delitos contra el orden económico y financiero. Arts. 309 a 311. p. 403, en Riquert Marcelo (dir), Insolvencias punibles y delitos contra el orden económico y financiero. Hammurabi. 2017.

⁴⁰ Donna E. ob. cit. p. 314

⁴¹ Paolantonio. ob. cit. p. 156

punible autónomamente con relación a una oferta dirigida a una multiplicidad indeterminada de personas y no a un negocio en particular y concreto.⁴²

Tipo Subjetivo

En ambos casos el tipo penal requiere dolo directo, es decir la realización de transacciones o el ofrecimiento de valores o instrumentos financieros a sabiendas de que esta se realizan valiéndose de falsedades u ocultaciones de situaciones verdaderas y con la voluntad de realizarlas de tal modo.

Autoría

La actuación en el ámbito del mercado de valores sujeta a los participantes a diferentes deberes, entre los cuales es prominente el de información. Aunque el aspecto mas conocido se vincula con los deberes de información relacionados con la preparación y difusión de un prospecto de oferta publica de valores negociables, los deberes de información no se acotan a esa dimensión sino que -por el contrario- se extienden como un continuo durante todos los momentos en los que la información cumple o puede cumplir con las funciones asignadas y beneficios esperados de su presencia.⁴³

Inciso 2. información falaz y delitos de balances

Se consagra un agravante donde el legislador ha aumentado la escala punitiva en función de la calidad de la responsabilidad de los autores. Lo que se castiga es la falsedad sobre la real economía de la empresa, con prescindencia de la producción del resultado.⁴⁴

Señala *Donna Bonelli* que, todos los sistemas de costos y su aplicación a la contabilidad tienen fundamentalmente por objeto suministrar toda aquella información que pueda contribuir a la eficiencia y razonada dirección de la empresa y su valor depende, por tanto, de la utilidad que pueda prestar.⁴⁵

⁴² Ibidem

⁴³ Paolantonio. ob. cit. p 169

⁴⁴ Basilico. ob. cit. p. 86

⁴⁵ Donna Bonelli José Alberto. Empresas Constructoras, su organización -contabilidad. Mendoza. D'ACCURZIO, 1961. p. 5

A través del análisis de las cuentas anuales de una empresa se consigue una visión clara de su situación patrimonial, financiera y económica. De esta forma podemos diagnosticar sus fortalezas y debilidades en aspectos económicos y financieros tales como el endeudamiento y capitalización, solvencia a corto plazo, fondo de maniobra, gestión de los plazos de cobro y pago, gestión de los activos, capacidad de generar beneficios (flujos de caja, EBITDA...), creación de valores y rentabilidad, autofinanciación, etc.⁴⁶

Bien jurídico

El bien jurídico protegido en este caso es el patrimonio de los socios y accionistas o, mas generalmente, la confianza en la veracidad de la información patrimonial de la sociedad. *Tiedemann*, sostiene que penalizar la falsedad del balance, se debe a que, el tipo protege la confianza en la corrección de la información sobre la situación patrimonial de la empresa y que la posición contraria desconoce el significado de la información comercial para la vida económica.⁴⁷

En principio habría dos tipos de conductas claramente separadas: informar a los socios ocultando o falseando hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa (y en ese caso, los protegidos por la norma son los accionistas, y los son con relación a su patrimonio) o consignar datos falsos o incompletos en los balances, memorias u otros documentos de contabilidad (por lo que, en general, podría decirse que alguien mas que los accionistas resulta protegido).⁴⁸

Conclusión

Señala *Friedman* que, “*el sistema de precios solo transmite información importante y únicamente a las personas que necesitan conocerla*”⁴⁹. De esta manera, los precios desempeñan tres funciones en la organización de la actividad económica: primero, transmiten información; segundo, aportan al estímulo para adoptar los métodos de producción menos costosos, y por esa razón inducen a emplear los recursos disponibles

⁴⁶Ibidem

⁴⁷ Orce. ob. cit. p. 655

⁴⁸ Ibidem

⁴⁹ Friedman Milton y Rose. Libertad de elegir. Biblioteca económica. Madrid. 1983. p. 32

para los empleos mejor remunerado; tercero, determinan quien obtiene las distintas cantidades del producto -la llamada “distribución” de la renta- estas tres funciones íntimamente relacionadas.⁵⁰

Esto da como resultado las tareas esenciales de la Ley del mercado de capitales: el público inversor debe tener acceso a tanta información como sea posible, información “perfecta” o relevante para el valor de un instrumento financiero, de modo que los inversores no corran el riesgo de adquirir un instrumento financiero inadecuado o sobrevalorado y luego retirar su capital del mercado de manera decepcionante. Esto haría que se fuera mucho capital del mercado. Se tiene que tener en cuenta un gran número de obligaciones de información en virtud de la legislación del mercado de capitales, que obliga a los emisores en particular (acceso a estados contables, libros, etc), pero también a otros agentes del mercado de capitales a poner a disposición del mercado la información pertinente en determinadas situaciones.⁵¹

La primera parte del tipo penal y las que nos interesaria para este caso, nos dice que incurre en tipo penal quien *“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”*

Veamos respecto Musk (haciendo referencia no solo a el, sino que tambien a la infraestructura financiera empresarial que posee), la primer parte del tipo penal *“Realizare transacciones u operaciones que hicieren subir, mantener o bajar el precio de valores negociables u otros instrumentos financieros”* hasta aca la transaccion ha sido comprar acciones de forma legal, claro esta que las acciones u opiniones que realice Musk implican una movilizacion del mercado, no solo en el mercado de valores tradicional, el ejemplo aparece cuando hace grandes compras de criptomonedas, o da

⁵⁰ Friedman Milton y Rose. ob. cit. p. 33

⁵¹ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht. C.H. Beck. 2018, p. 1, nº 2.

opiniones políticas, o realiza una consulta popular en *twitter* si debería desprenderse de más acciones de *Tesla*, etc. Pero la especulación es parte del mercado financiero, la especulación no es un delito, y eso hay que dejarlo claro, toda vez que se confunde muchas veces la especulación en el mercado con el delito. Lo que es delito es la especulación de la que habla el tipo penal. Pero todo lo que implique, finanzas, mercado de capitales, comercio, etc. tiene especulación, y es muy sana esa especulación para los mercados.

El tipo penal continúa “*valiéndose de noticias falsas, negociaciones fingidas*” acá ya tenemos un problema para imputarle a *Musk*, las noticias no fueron falsas o fingidas en relación a la compra, compró pero no las notificó a tiempo. Hasta acá solo hay falta administrativa a la reglamentación de la *SEC*. Seguro está pensando, “*SI*” pero estos tipos penales necesitan de una falta administrativa para que se puedan imputar; lo cual Ud tiene mucha razón. Pero no solo se necesita que se de la falta administrativa, sino que además luego tiene que poder darse el tipo penal, y como este último no se da es solo una falta administrativa.

Pero, de todos modos, quienes están en el mercado de valores dicha compra podría haber dado un indicio en el volumen, o en los demás indicadores, de hecho si recuerda el gráfico de velas, a partir de esa compra el volumen comienza a aumentar, las velas superan la *MMP* lo cual daría una señal de compra, luego de la compra se estabiliza la subida hasta el *GAP* del 3/4, que tiene una suba abrupta.

Musk adquirió más de un 5% de participación en *Twitter* antes del 14 de marzo, lo que le obligaba a presentar un formulario ante la Comisión de Valores de EE.UU. en un plazo de 10 días, es decir, el 24 de marzo. De hecho el demandante no niega que estaba subiendo, sino que podría haber ganado más dinero. En otras palabras, la pérdida es no porque cayó la acción, sino porque le faltó información para poder tomar decisiones, y ello lo llevó a no poder tomar una mejor decisión porque *Musk* ocultó esa información; pero ojo no dice que lo hizo para beneficiarse el solo, o porque quiso perjudicar a los demás dolosamente.

Según el gráfico de velas, la propuesta de compra de *Musk* no es en el momento máximo de la acción, sino cuando ya era pública la información y esta había caído de ese pico máximo, cuando la junta de *Twitter* acepta la compra es cuando vuelve a subir la acción. También es cierto que cuando pasaba todo esto, ya se había convertido en el mayor accionista de *Twitter* al hacerse con el 9.2% del total de las acciones.

El tipo penal continua diciendo “*negociaciones fingidas, reunión o coalición entre los principales tenedores de la especie*”, en este caso no hubieron negociaciones fingidas, las negociaciones realmente se dieron con *Twitter*. Fue pública la propuesta de compra, y también fue pública la duda que planteó la junta directiva de la empresa a venderse a *Musk*, hasta que dieron el *ok* a la venta.

Luego el pedido de *Musk* sobre cuántos usuarios reales tiene *Twitter*, no representaría ninguna acción ilícita, es lo mismo que hace cualquiera que compra una empresa o un comercio, quiere saber cuál es la contabilidad real que tiene la empresa, el fondo de comercio, el volumen que mueve, el volumen de venta, el volumen de clientes, etc, en síntesis la contabilidad real de la empresa. En este caso el capital de *Twitter* son sus usuarios reales, no los *bots*, sino aquellos que se pueden contabilizar como usuarios “reales”.

Recordemos que, todos los sistemas de costos y su aplicación a la contabilidad tienen fundamentalmente por objeto suministrar toda aquella información que pueda contribuir a la eficiencia y razonada dirección de la empresa y su valor depende, por tanto, de la utilidad que pueda prestar.⁵²

Esto es importante, debido a que por ellos se pagará un precio, pero además es el valor de la empresa, en consecuencia no habría una especulación. Toda vez que, una vez acordado un precio y visto los números contables, es donde pueden surgir nuevas dudas sobre ¿Qué tiene la empresa?, es un tema netamente contable, y esto se debe a que incluso dentro de la contabilidad se pueden hacer ciertos maquillajes (lícitos) para darle

⁵² Donna Bonelli ob. cit. p. 5

un mejor aspecto a la empresa, y es ahí la función de abogados y contadores de descubrir donde está el maquillaje.

Ahora bien, la Ley de mercado de valor argentina nº 26.831 el inc. b) del art. 117 dice: *“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”*.

En consecuencia si se utilizara el tipo penal analizado contra Musk, la conducta debería ser atípica, dado que solo realizó una falta administrativa en la tardanza de informar la compra de esos papeles de TWTR en el mercado de valores de NY, lo cual podría implicar la posibilidad una demanda civil, pero no una persecución penal.

La especulación no es algo negativo en los negocios, las personas especulan continuamente, y en los mercados, particularmente en el negocio bursátil la especulación es parte del juego, para quien la especulación representa un costo demasiado alto no debería dedicarse al mercado de valores. El comercio es especulación, más allá de los cálculos matemáticos que se realicen, más allá de si trazamos un *Fibo* y nos da señal de compra o si el *RSI* nos dice que está sobre vendido el papel y hay que vender, el mercado es especulación.

El tipo penal es importante volver a remarcarlo, no sanciona la especulación sanciona la mentira, el ocultar, el inventar información a los fines de engañar a los posibles

compradores o al mercado, no sanciona la especulación propia del mercado de valores. Incluso aquellas personas que están dentro del mercado, la especulación esta también en su cálculo *costo-beneficio* a la hora de comprar o vender especula si el precio subirá o bajará.

Bibliografía

- **Aboso Gustavo E.** Código Penal. Comentado, concordado con jurisprudencia, 4 edición, BdeF, 2017.
- **Basilico Ángel Ricardo y otros**, Delitos contra el orden económico y financiero. Astrea. 2019
- **Brettel- Schneider.** Wirtschaftsstrafrecht. 2.Auflage. Nomos. 2018
- **Demetrio Crespo Eduardo** (dir), Crisis financiera y Derecho penal económico. Bdef, Madrid 2014
- **Donna Bonelli José Alberto.** Empresas Constructoras, su organización -contabilidad. Mendoza. D'ACCURZIO, 1961
- **Donna Edgardo Alberto.** Derecho penal. Parte especial. Tomo IV. 3 edición actualizada. Rubinzal-Culzoni. Santa Fe. 2014.
- **Donna Sebastian Alberto.** Las teorías de la pena, un análisis Jurídico - Económico, Rubinzal-Culzoni. 2021.
- **Eggertsson Thrainn.** Economic behavior and institutions. Cambridge surveys of economic literature. UK. 2003
- **Feijoo Sánchez Bernardo**, Orden socioeconómico y delito. Cuestiones actuales de los delitos económicos Bdef, 2016
- **Friedman Milton y Rose.** Libertad de elegir. Biblioteca económica. Madrid. 1983
- **Helmann Uwe.** Wirtschaftsstrafrecht. 5 Auflage. Kohlhammer. 2018
- **Menéndez Larre Matías**, Las ondas de Elliott. El comportamiento fractal de los mercados financieros. PROFIT. Barcelona 2016
- **Paolantonio Martín E.** Derecho penal y mercado financiero: ley 26.733. AbeledoPerrot. 2012
- **Paraschakos Christos.** Bankenaufsicht zwischen Risikoverwaltung und Marktbegleitung. Studieren zum Regulierungsrecht. 10. Mohr Siebeck. 2017
- **Poelzig Dörte.** Kapitalmarktrecht. C.H. Beck. 2018.
- **Riquert Marcelo** (dir), Insolvencias punibles y delitos contra el orden económico y financiero. Hammurabi. 2017.
- **Thieß Peterson.** Makroökonomie. Schritt für Schritt. 3 Auflage. Utb. 2018
- **Tiedemann Klaus.** Manual de Derecho penal económico. Parte general y especial. Tirant Lo Blanch. Valencia 2010.
- **Weinstein Stan.** Secretos para ganar en los mercados alcistas y bajistas. Valor Ediciones. Barcelona 2014.

- **Zweig Stefan.** “Carta de una desconocida”, p. 199, en *Novelas*. Acantilado. Primera edicion. 2012.

