CCF 2135/2023/RH1 –SI– "PILAY S.A. Y OTROS C/ COMISIÓN NACIONAL DE VALORES S/ APELACIÓN DE RESOLUCIÓN DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES"

En Buenos Aires, a los días del mes de mayo del año 2023, reunidos en Acuerdo los señores jueces de la Sala I de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Civil y Comercial Federal para dictar sentencia en los autos enunciados en el epígrafe y, de conformidad con el orden de sorteo efectuado, el juez **Fernando A. Uriarte** dijo:

USO OFICIAL

1. Por Resolución Reservada de Firma Conjunta del 28 de diciembre de 2022 (ver fs. 1022/1037), dictada en el expediente CNV n° 1424/2014 caratulado "DENUNCIA ANÓNIMA C/ FIDEICOMISO FINANCIERO PILAY I S.A." (sumario RRFCO-2022-228-APN-DIR#CNV), la Comisión Nacional de Valores resolvió:

"*ARTÍCULO 1°.- Rechazar la excepción de cosa juzgada.*

ARTÍCULO 2°.- ABSOLVER a PILAY S.A. y sus Directores titulares al momento de los hechos analizados Sres. Luis Oscar TRENTO (D.N.I. N° 8.433.891), Javier VIGO (D.N.I. N° 8.485.039), Mario Gonzalo VIGO LAMAS (D.N.I. N° 26.072.949), Sras. María Gabriela AÑON (D.N.I. N° 21.048.691) y María de los Ángeles DICHINO (D.N.I. N° 27.066.306) por la posible infracción al artículo 12 de la Sección III del Capítulo IX del Título II de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.).

ARTÍCULO 3°.- ABSOLVER a los miembros titulares de la Comisión Fiscalizadora de PILAY S.A. al momento de los hechos analizados, Sres. Jorge Luis MANZANERO (D.N.I. N° 10.557.749), Maximiliano SIMEZ (D.N.I. N° 26.460.852) y Sra. María Elena TABOADA (D.N.I. N° 30.458.079) por la posible infracción al artículo 294, inciso 1°) de la Ley N° 19.550.

ARTÍCULO 4°.- APLICAR a PILAY S.A., junto a sus Directores titulares al momento de los hechos analizados: Sres. Luis Oscar TRENTO (D.N.I. N° 8.433.891), Javier VIGO (D.N.I. N° 8.485.039), Mario Gonzalo VIGO LAMAS (D.N.I. N° 26.072.949), Sras. María Gabriela AÑON (D.N.I.

#37560901#370204840#20230524112223672

N° 21.048.691 y María de los Ángeles DICHINO (D.N.I. N° 27.066.306) por encontrarse acreditada la infracción a los artículos 1° de la Sección I del Capítulo I, Título XII de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.) y 15 de la Sección III del Capítulo IX del Título II de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.) y 59 de la Ley N° 19.550 (este último respecto a los Directores) la sanción de APERCIBIMIENTO prevista en el artículo 132 inciso a) de la Ley N° 26.831.

ARTÍCULO 5°.- APLICAR a los miembros titulares de la Comisión Fiscalizadora de PILAY S.A. al momento de los hechos analizados, Sres. Jorge Luis MANZANERO (D.N.I. N° 10.557.749), Maximiliano SIMEZ (D.N.I. N° 26.460.852) y Sra. María Elena TABOADA (D.N.I. N° 30.458.079), por encontrarse acreditada la infracción acreditada al artículo 294, inciso 9°) de la Ley N° 19.550 la sanción de APERCIBIMIENTO prevista en el artículo 132, inciso a) de la Ley N° 26.831.

(…)"

La sanción se fundó, en apretada síntesis, en el incumplimiento de PILAY S.A. (en adelante, "Pilay") del deber de informar lo referente a la Resolución I.G.J. N° 1459/2003 y el proceso judicial que la empresa recurrente siguió en consecuencia. Esta normativa había ordenado el cese inmediato en todo el territorio del país de la concertación de nuevos contratos que captasen periódicamente fondos de terceros para su administración por parte de la compañía sumariada, bajo la promesa de futura adjudicación y entrega de bienes.

La mentada disposición, además, dio lugar a una controversia entre Pilay y la I.G.J., que culminó con un fallo de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala "D", en el que se confirmó la Resolución de la Inspección General de Justicia, y que quedó firme en el mes de mayo de 2012. Allí, se definió que la estructura presentada por Pilay hasta ese momento debía encuadrarse jurídicamente en el marco del contrato de ahorro previo, cuya regulación correspondía a la I.G.J.; regulación que la recurrente habría requerido al organismo sin éxito, luego de acatar el cese de su actividad normativamente impuesto y judicialmente ratificado.

En ese escenario, se refiere que la compañía adoptó la decisión estratégica de adecuar su modelo de negocio del "Sistema Pilay" al de un "Fideicomiso Financiero", en el que Pilay sería el fiduciario, y los fiduciantes/

#37560901#370204840#20230524112223672

beneficiarios serían los suscriptores de los "Valores de Deuda Fiduciaria" ("VRD") o de los Certificados de Participación ("CPS"). Al respecto, la Subgerencia de Fideicomisos Financieros destacó que del Suplemento del Prospecto autorizado por el Organismo y publicado en la Autopista de Información Financiera (A.I.F.) no surgía información sobre las cuestiones *supra* reseñadas, y planteadas en la denuncia anónima que dio origen al presente sumario.

En definitiva, la CNV, tras la transcripción del contrato marco del nuevo Programa, meritó que nada se mencionó allí respecto de las cuestiones normativas y legales que desencadenó el "Sistema Pilay". Por ello, considerando que la constitución del Fideicomiso era la consecuencia de una adecuación realizada por Pilay de una estructura de negocio que había sido objetada por un Organismo de la Administración, y esto que formaba parte de los antecedentes del Fideicomiso emergente, concluyó que existió un ocultamiento en los términos de las Normas en cuanto a los antecedentes del Fideicomiso, que importó una transgresión al principio de transparencia que debe primar en la Oferta Pública, según la dispone la normativa aplicable.

USO OFICIAL

No obstante ello, se juzgó que la información que no fue oportunamente remitida a la A.I.F. por la sumariada no era de la tipificada por la normativa como "hecho relevante", por las siguientes razones: a) "*Que, la Resolución de la I.G.J. sólo ordenaba el cese inmediato en todo el territorio del país de la concertación por parte de PILAY* (…) *de nuevos contratos que importaran la captación periódica de fondos de terceros para su administración, bajo la promesa de futura adjudicación y entrega de bienes*"; b) "*Que, los iniciales inversores del "*Sistema Pilay*" no debían verse afectados porque la Resolución en cuestión resolvió mantener vigente el desarrollo de las operaciones ya concertadas y que se encontraban en curso de cumplimiento; lo que llevó a la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial a descartar que pudieran existir daños, ya que PILAY tenía la posibilidad de readecuar su producto al Régimen Legal vigente*"; c) "*Que, al ser el vehículo elegido para adecuar su negocio, el Fideicomiso Financiero dentro del ámbito del Mercado de Capitales, los futuros inversores no deberían verse afectados, ya que los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario; el cual está reservado*

#37560901#370204840#20230524112223672

para responder sólamente frente a los acreedores del Fideicomiso"; d) "*Que, la Resolución de la I.G.J. refiere a la necesidad de que PILAY se adecuara a la legislación vigente, mas no refería a incumplimientos de la sociedad hacia sus inversores*"; y e) "*Que, la Gerencia especializada no formuló observaciones en relación a la estructura del fideicomiso ni comunicó haberlas hecho luego de notificada de la denuncia*".

Por otro lado, la Comisión evaluó las responsabilidades que les cabían a los Directores y a los Síndicos por el incumplimiento de las disposiciones de la ley 19.550.

Entre las "CONSIDERACIONES FINALES" se recordó que el Organismo tiene jurisdicción administrativa y aplica el Derecho Administrativo Sancionador a las infracciones de naturaleza administrativa mediante castigos de carácter disciplinario, que no participan de la naturaleza de las medidas represivas del derecho penal ni de sus reglas. También se hizo mérito de que la actividad administrativa de policía consiste en la ejecución de las leyes formales que, en razón del interés general, limitan los derechos de los particulares. Luego se reseñó que en el Derecho Administrativo Sancionador la regla es la de los "ilícitos de riesgo", y la infracción a la norma constituye cabalmente la esencia de la infracción, es decir que no se trata de evitar la lesión, sino más bien de prevenir la posibilidad o riesgo abstracto de que se produzca. Se ponderó, en línea con ello, que la finalidad del legislador radica en evitar la producción del riesgo potencial, de allí que las sanciones administrativas suelen ser tipos de mera actividad, cuya comisión se agota en el simple hecho de configurarse la acción descripta por el legislador, prescindiendo la sanción del aspecto subjetivo de la conducta –no interesa si el agente obró con dolo o culpa– y de si fue o no generadora de daño al bien jurídico previsto en la norma, esto es, que no requieren ir acompañadas de un resultado lesivo concreto, sino que basta con el incumplimiento.

Finalmente, en ocasión de graduar la sanción de apercibimiento anteriormente mencionada, se tuvo en cuenta: a) que al momento de consolidarse la infracción la sociedad sumariada se encontraba recién realizando los trámites de ingreso al Régimen; b) que hasta esa fecha –y encontrándose aún dentro del Régimen de la Oferta Pública– no presentaba antecedentes de sanciones del Organismo; y c) que a requerimiento de la CNV

#37560901#370204840#20230524112223672

la sumariada cumplió con la publicación de una adenda al Suplemento del Prospecto con anterioridad al Período de Colocación de los Valores Negociables.

2. Esta resolución fue apelada por el recurso directo contemplado en los artículos 143, inciso a), y 145 de la ley 26.831, por:

a) PILAY S.A. y sus Directores al tiempo de los hechos de marras, los Sres. Luis Oscar Trento, Javier Vigo, Mario Gonzalo Vigo Lamas, María Gabriela Añón y María de los Ángeles Dichino (a fs. 1043/1060); y

b) los miembros titulares de la Comisión Fiscalizadora de PILAY S.A. al momento de los hechos analizados, Sres. Jorge Luis Manzanero, Maximiliano Simez y Sra. María Elena Taboada (a fs. 1061/1071).

El expediente fue asignado a esta Sala I el 2/3/2023.

A fs. 1141/1156 la Comisión Nacional de Valores replicó los memoriales de agravios de los recurrentes.

A fs. 1161 tuvo intervención el señor Fiscal General ante esta Cámara, quien dictaminó en favor de la competencia del Tribunal y de la admisibilidad formal de los recursos.

USO OFICIAL

3. Pilay y sus Directores (comprendidos en el ítem ***a)*** del considerando precedente) solicitan la revocación de la resolución administrativa y expresan, en síntesis, las siguientes quejas:

i) el acto administrativo impugnado adolece de vicios en su motivación y resulta autocontradictorio, desde que –por un lado– reconoce que la información vinculada a la Resolución 1459/03 no constituye información relevante (lo que condujo a la absolución de los sumariados respecto de una de las infracciones que se les imputaba), y –por el otro– sanciona a los recurrentes por la omisión u ocultamiento de esa información, lo que conduce a una interpretación sesgada e inarmónica de la normativa aplicable al caso;

ii) cuando el 15/4/2014 la Gerencia de Productos de Inversión Colectiva le solicitó la publicación de una adenda al Suplemento del Prospecto informando sobre el supuesto riesgo derivado de la Resolución 1459/03, Pilay presentó una nota con el proyecto de adenda al día siguiente, la cual fue

#37560901#370204840#20230524112223672

admitida el 24/4/2014 con las reformulaciones sugeridas por la autoridad, lo que revela que no tuvo intención de ocultar información, sino que omitió la que –al igual que la CNV– no consideró relevante para la oferta pública del fideicomiso. Destacan que la adenda del prospecto de emisión fue publicada el 30/4/2014, es decir, once días antes de la primera apertura del período de licitación (ocurrida el 12/5/2014), por lo cual todo inversor que ingresó al fideicomiso financiero tuvo cabal conocimiento de sus alcances, y ninguno sufrió perjuicios;

iii) Pilay y sus Directores se limitaron a acatar la cosa juzgada emanada de la sentencia dictada por la Cámara Comercial, que determinó que de la Resolución 1459/03 no se derivaba daño alguno a su actividad, y como fue obedeciendo a tal criterio que juzgaron que la información relativa a la mentada Resolución no era relevante, mal puede la Administración –en virtud de la teoría del órgano– exigirle lo contrario y pretender que esa exclusión sí podría generar daños, ni imponerle sanciones por su omisión, ya que los sumariados obraron con la lealtad de un buen hombre de negocios; y, por último,

iv) no hay factor subjetivo de atribución –como lo exige la Ley de Sociedades Comerciales–, ya que Pilay no obró con culpa ni ocultó información dolosamente, sino que su accionar obedeció a la convicción de buena fe de estar actuando bajo el imperativo de la cosa juzgada y los mandatos de la ley, y si hubiese existido un error se trataría –en todo caso– de uno excusable y, por ende, constitutivo de una causal de exención de la sanción. Reiteran que no hubo daño, ni real ni potencial, por la información no incluida en su oportunidad.

4. A su turno, los miembros de la Comisión Fiscalizadora de Pilay (agrupados dentro del apartado ***b)*** en el considerando **2**) se agravian, en resumen, de lo siguiente:

i) en sentido análogo a la primera y tercera queja reseñadas en el considerando precedente, la Comisión Fiscalizadora hace foco en que la información vinculada a la Resolución 1459/03 no es relevante, y en que se sanciona a los sumariados mediante una interpretación sesgada e inarmónica de la normativa aplicable al caso. También aducen que se limitaron a acatar la

#37560901#370204840#20230524112223672

cosa juzgada emanada de la sentencia dictada por la Cámara Comercial, por cuanto consideran que obraron con la diligencia de un buen hombre de negocios, haciendo además hincapié en la ausencia de daño actual o potencial al público inversor y en una resolución que sobre una cuestión análoga se adoptó en la República Oriental del Uruguay, en línea con la interpretación que postulan los recurrentes en sus recursos;

ii) más allá de las disquisiciones hipotéticas, la Comisión Fiscalizadora realizó un seguimiento diligente y consciente de la evolución económica de Pilay –haciendo primar la verdad jurídica objetiva por sobre las meras conjeturas–, que arrojó resultados positivos y de crecimiento en todos los indicadores de la esfera patrimonial evaluada; y, por último,

iii) los integrantes de la Comisión Fiscalizadora enfocaron su accionar a las gestiones tendientes al retorno al mercado de Pilay –como se los imponía su deber legal–, siguiendo de cerca mediante gestiones de control concretas, y finalmente avalando, la adecuación del modelo de negocios a un fideicomiso financiero que se planteó desde el directorio de la compañía, por no haber hallado obstáculos legales ni otros impedimentos a esta solución, que permitía lograr el objetivo buscado por la Comisión Fiscalizadora de garantizar la continuidad de la actividad de la empresa, frente a la ausencia de reglamentación por parte de la Administración que le permitiese a Pilay proseguir con la operatoria que venía desarrollando desde un principio y hasta el dictado de la Resolución 1459/03 –y su ulterior confirmación judicial–.

5. Corresponde recordar que es doctrina reiterada de la Corte Suprema de Justicia de la Nación que el Juez no está obligado a seguir todas las argumentaciones que se le presenten, bastando las conducentes para resolver el conflicto (*conf.* ***CSJN****, Fallos: 258:304; 262:222; 272:225; 278:271 y 291:390, entre muchos otros*).

6. Previo a abordar las cuestiones planteadas, y para lograr una mayor claridad expositiva y argumental, considero pertinente transcribir –en primer término– las normas involucradas en la sanción impuesta en autos a los recurrentes, así como las que regulaban aquellos cargos que fueron desestimados, puesto que fue la interpretación y aplicación que se les dio en la

USO OFICIAL

#37560901#370204840#20230524112223672

Resolución, al haberlas considerado la CNV infringidas –o no– por los sancionados en el presente caso (ver artículos 2°, 3°, 4° y 5°), lo que en definitiva motivó sus diversos recursos.

En primer lugar, el artículo 1° de la Sección I, dentro del Capítulo I del Título XII de las Normas (N.T. 2013) de la CNV, decreta que "*Está prohibido acto u omisión, de cualquier naturaleza, que afecte o pueda afectar la transparencia en el ámbito de la oferta pública*". A su vez, el artículo artículo 12° de la Sección III del Capítulo IX del Título II de las Normas dispone que "*El prospecto de emisión contendrá –en caracteres bien visibles y destacados– la información acerca de la entidad oferente que, a criterio de la Comisión, pueda afectar la colocación o circulación posterior del valor negociable en perjuicio de los eventuales suscriptores, en lo que queda comprendido lo requerido en el Título de "Transparencia en el Ámbito de la Oferta Pública"*", y el artículo 15° del mismo Título, Capítulo y Sección reza "*La publicidad de la oferta de valores negociables deberá ser veraz y proporcionada a las circunstancias, siendo prohibido el empleo de referencias inexactas u ocultamiento, así como expresiones susceptibles de engendrar error, engaño o confusión*".

A su turno, el artículo 59 de la ley 19.550 establece que "*Los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que faltaren a sus obligaciones son responsables, ilimitada y solidariamente, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión*".

Por último, el artículo 294, incisos 1) y 9), de la ley 19.550, manda "*Son atribuciones y deberes del síndico, sin perjuicio de los demás que esta ley determina y los que le confiera el estatuto: 1) Fiscalizar la administración de la sociedad, a cuyo efecto examinará los libros y documentación siempre que lo juzgue conveniente y, por lo menos, una vez cada tres (3) meses* (…) *9) Vigilar que los órganos sociales den debido cumplimiento a la ley, estatuto, reglamento y decisiones asamblearias*".

7. En ese marco abordaré, por razones metodológicas, los agravios de todos los recurrentes en conjunto –en cuanto fuera pertinente, y sin sujetarme al orden en que las cuestiones fueron planteadas–, desde que en

#37560901#370204840#20230524112223672

ellos se reprocha la decisión de fondo adoptada en los artículos 4° y 5° de la resolución administrativa recurrida que determinó la infracción a la normativa transcripta anteriormente y, en definitiva, la aplicación a los sumariados de una sanción de apercibimiento (que constituyen la esencia de los agravios reseñados en los considerandos **3** y **4**).

En primer lugar, entonces, advierto que de los argumentos de los recurrentes en sus respectivos memoriales surge que sus discrepancias con la resolución administrativa apelada se ciñen a unas pocas cuestiones, a saber: que la información cuya omisión se les adjudicó no era relevante –tal como surge de la sentencia de la Cámara Comercial y de la propia resolución de la CNV–, que por ende no hubo ocultamiento de información ni un obrar infractor imputable a los sumariados –que además actuaron de buena fe– bajo algún factor de atribución subjetivo, y que no hubo daño ni actual ni potencial a los eventuales inversores derivado del incumplimiento que se les achaca.

USO OFICIAL

En este escenario, es menester señalar que los recurrentes no han cuestionado ni impugnado la normativa reseñada en el considerando precedente sobre la cual ha basado su decisión la CNV, la cual prevé –en líneas generales y en el marco del principio de transparencia que rige en este ámbito– el deber de las sociedades que se encuentran en el régimen de la oferta pública de suministrar la información completa y veraz por los medios y en los plazos fijados por la legislación especial aplicable.

En particular, me interesa poner de resalto que no han cuestionado tampoco, en modo alguno, ni en esta instancia ni en sede administrativa, la omisión inicial –esto es, al tiempo de publicar el Suplemento de Prospecto del Programa Global de Fideicomisos Financieros "PILAY" el 14/3/2014– de cualquier tipo de mención a la Resolución I.G.J. 1459/03 y las sucesivas decisiones judiciales que se dictaron en consecuencia. Soslayo que Pilay subsanó a instancias de la Gerencia de Productos de Inversión Colectiva, mediante la publicación en la A.I.F. el día 30/4/2014 de una adenda al Suplemento aludido, en la que se consignaba la información antes obviada (bajo el rótulo "*Riesgo relacionado con las actividades de Pilay. Resolución IGJ 1459/2003*", incorporada a la Sección III, "*Consideraciones de Riesgo para la Inversión*"). Es decir que no se encuentra controvertida la exclusión original de la información que se les achaca a los

#37560901#370204840#20230524112223672

sumariados, ni su presentación ulterior a instancias de la Administración. Ante bien, los recurrentes admitieron expresamente las infracciones objetivas que se les endilgaron, excusándose en la pretendida irrelevancia de la información, la alegada ausencia de factores de atribución subjetivos, el supuesto acatamiento de la cosa juzgada y la pretendida inocuidad de la omisión en lo que respecta a los riesgos potenciales o ciertos para el público inversor, que fueron *supra* reseñadas. Sobre estas cuestiones abundaré más adelante.

8. Es oportuno recordar –de manera preliminar– que la revisión judicial que se realiza en el marco de los recursos directos contra sanciones impuestas por organismos estatales no alcanza a la oportunidad o conveniencia del ejercicio del poder de policía sino sólo a su control de legalidad y razonabilidad, a fin de que no se violen los límites infranqueables de la Constitución Nacional (*conf.* ***esta Cámara***, ***Sala 3***, *doctrina de la causa 709/19 del 10-10-19*).

Así, los actos que aquí se impugnan son dictados por un órgano estatal altamente especializado en la complejidad técnica de la competencia que se le ha asignado, y de cuyo pronunciamiento sólo cabría apartarse ante razones de grave arbitrariedad palmaria y manifiesta (*conf.* ***CNCAF***, ***Sala I***, *in re "Banco Integrado Departamental Cooperativo c/ BCRA-resol. 295/99" del 18-9-14*).

Sentado ello, me interesa poner de resalto que de la normativa citada en el considerando **6** –y que fue utilizada por la CNV para fundamentar su Resolución–, surge con meridiana claridad el deber de información oportuna, completa y veraz, como una derivación lógica del principio de transparencia que rige la Oferta Pública, y la exigencia de su cumplimiento por las vías y en los plazos referidos *ut supra*. Así lo exige, también sin hesitación, la regulación aplicable, que no fue impugnada en este aspecto por los recurrentes. Tampoco los sumariados han invocado argumentos válidos para considerar que su incumplimiento se encuentra incurso en alguna causal de excepción que los exima de responsabilidad por la omisión de su deber de acatar cabalmente las normas que rigen el régimen en cuestión, como se verá en el desarrollo de los considerandos del presente voto.

#37560901#370204840#20230524112223672

Conviene recordar que en materia de oferta pública de valores rigen los principios de transparencia y plena información; el primero de ellos (transparencia) requiere que el inversor cuente con elementos de juicio objetivos y certeros acerca de la naturaleza y alcance de la inversión que efectuará, y el otro principio (plena información) obliga al oferente de la oferta pública a comunicar toda información relevante a través del prospecto de emisión y otros medios, de forma tal que el inversor cuente con las mismas bases para evaluar la transacción que se le ofrece (*conf.* ***CNCom, Sala E,*** in re *"Comisión Nacional de Valores c/ Alvarez hnos. SACEI s/ Verificación afectación de fondos de las series I y II de ON s/ organismos externos", del 11-9-13*).

De este modo, la punibilidad por las irregularidades en cuestión, frente a su carácter técnico administrativo, surge de la contrariedad objetiva de la regulación y el daño potencial que de ella se derive, motivo por el cual tanto la existencia de dolo como el resultado son indiferentes (*conf.* ***CNCAF, Sala III,*** in re *"Pérez Álvarez, Mario A. c/ Resol. 402/83 BCRA", del 4-7-86; y* ***Sala IV,*** in re *"Romero Díaz José Ignacio c/ BCRA – RESOL 252/00 (expte. 1000016/96 sum fin 866)" del 30-8-12; entre otros*).

Es oportuno destacar que este tipo de infracciones, tal como las contempladas en otros regímenes como el de la defensa del consumidor y la lealtad comercial, son de las denominadas formales. Se trata de aquellos ilícitos denominados de "pura acción" u "omisión" y, por tal motivo, su apreciación es objetiva. Las normas legales imponen una conducta objetiva que debe ser respetada, bajo apercibimiento de las sanciones allí previstas. (*conf.* ***CNCAF, Sala II****, causa 8191/14 del 31-7-18; entre otros*).

Al respecto, se ha dicho en supuestos análogos que, en las infracciones formales, el bien jurídico protegido es la Administración en sus funciones relativas a la verificación y fiscalización del cumplimiento de las normas por parte de los sujetos responsables; y que, por lo tanto, es irrelevante que se hubiera provocado o no una lesión patrimonial desde que el objetivo de las sanciones a las infracciones formales es reprimir aquellas conductas que atentan contra el correcto desenvolvimiento de la actividad administrativa (*conf.* ***CNCAF, Sala IV,*** in re *"Banco de Valores S.A. y otros c/C.N.V. s/mercado de capitales - Ley 26.831 - Art. 143", el 20-10-16*).

USO OFICIAL

#37560901#370204840#20230524112223672

De esa manera, no interesa que los imputados hubieran actuado con la intención de incumplir la obligación que constituye su antecedente, bastando que se haya omitido satisfacer el deber exigido por negligente o imprudente conducta activa o de omisión de adoptar las diligentes medidas que hubieran evitado la producción del resultado reprochado (*conf.* ***CNCAF, Sala II****, causa "Cambios París Casa de Cambio y Turismo S.A." del 17-7-14 y sus citas*).

En ese contexto, el principio de "informalidad" no es de aplicación a la especial regulación que rige el caso, que recae sobre actividades intensamente reguladas y dadas las potestades de verificación y de sanción que, al respecto, se reconocen en cabeza de la Comisión Nacional de Valores. Es que, aunque la falta pueda parecer leve, la aplicación de aquel principio es incompatible con la finalidad de las normas en juego. Máxime cuando, como dijera, se trata de infracciones de naturaleza administrativa de las denominadas "formales", por lo que la ausencia de un daño concreto no impide que el mero incumplimiento de la norma constituya sustento fáctico suficiente para imponer una sanción (*conf.* ***CNCAF, Sala II****, causa 8191/14 del 31-7-18*).

Asimismo, no puede dejar de ponderarse que la fiscalización y el control de las sociedades que participan de la oferta pública de títulos valores en el mercado de capitales argentino procura proteger a los inversores y promover el desarrollo de un mercado de capitales transparente, inclusivo y sustentable que contribuya al progreso económico y social del país, como así también el desarrollo del Mercado de Capitales en forma equitativa, eficiente y transparente, protegiendo los intereses del público inversor, minimizando el riesgo sistémico y fomentando una sana y libre competencia (conforme se desprende de la propia página web del organismo –www.cnv.gov.ar–); siendo el régimen elaborado en vista a la protección del público inversor, como así también a la creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de títulos valores; y que en actividades intensamente reguladas –como es la referida al mercado de capitales– corresponde a la autoridad administrativa ejercer con especial celo las potestades de verificación, control y sanción que tiene a su cargo (*conf.* ***CNCAF, Sala II,***

#37560901#370204840#20230524112223672

"Thinner Tede SRL c/ SEDRONAR s/ Registro Nacional de Precursores Químicos – Ley 26.045 – art. 16", del 1-9-15).

9. Ello así, y como vengo diciendo, no se encuentra en discusión que los apelantes, al emitir el Suplemento del Prospecto del 14/3/2014, han omitido toda mención al dictado de la Resolución 1459/2003 y a los avatares judiciales transitados en consecuencia (de los que derivó la confirmación de la norma y el cese de la actividad originaria de Pilay, así como la consecuente adopción de un nuevo modelo de negocios como el fideicomiso financiero, tal como reconocen las propias recurrentes). Lo que equivale a decir que se suministró de forma incompleta la información que les exigía la normativa aplicable, la cual tampoco han impugnado; normativa aquélla que reviste claridad suficiente en sus exigencias, delimitando el marco de la infracción por su incumplimiento, al cual puede caberle una sanción en los términos del régimen que regula estos supuestos, como surge de la doctrina citada anteriormente en este voto.

USO OFICIAL

Destaco también, teniendo en cuenta los argumentos vertidos por los recurrentes en sus respectivas expresiones de agravios, que los sancionados parecen confundir en sus quejas la exigencia de informar los tipificados normativamente como "hechos relevantes" –cargo respecto del cual fueron absueltos en la resolución recurrida– con la de suministrar información completa y "veraz" –por cuya omisión fueron apercibidos–. En efecto, y tal como lo señalan los apelantes, la misma CNV determinó en su decisión que los hechos no podían ser considerados como "relevantes" en los términos de la normativa que rige el caso, y el organismo brindó una serie de razones que sustentan tal afirmación y que justifican la absolución de algunos de los cargos por los que fueron sumariados.

Es decir que no era ésa la cuestión que se encontraba aquí en discusión, sino si existió o no la omisión de información en el primer Prospecto, lo que también fue admitido y subsanado. Por lo tanto, no existe controversia respecto de la infracción formal achacada, ya que si la información no fue completa (y, comparto con la CNV, no lo fue), tampoco pudo ser "veraz" *stricto sensu*. Y esto da como resultado un ocultamiento objetivamente considerado –esto es, con independencia de si el soslayo fue o

#37560901#370204840#20230524112223672

no malicioso, que no es lo que se requiere en el derecho administrativo sancionador para tener por configurada una infracción–, motivo por el cual fue necesaria la emisión por parte de Pilay de una adenda complementando el Prospecto anterior y refiriendo todo cuanto allí fue pasado por alto.

También es del caso señalar que la referida subsanación en la adenda no fue espontánea sino que obedeció a un mandato administrativo, y tampoco fue inmediata puesto que, aunque se llevó a cabo en un plazo razonable desde el aludido requerimiento, la norma que se debía informar se remontaba al año 2003, y la controversia en torno a ella con la I.G.J. era también de antigua data, y culminó por sentencia firme en el mes de mayo del año 2012 (casi 2 años antes de que fuera efectivamente informada), tal como se encuentra reconocido en autos.

Por lo demás, resulta llamativa y casi antinatural la omisión inicial en el Prospecto de toda referencia a una Resolución que dio lugar a una larga contienda judicial, que dispuso y concretó el cese de una operatoria que Pilay venía desarrollando de larga data –exitosamente, según alega–, y que fue el motor y la causa del nuevo y diverso modelo de negocios al que se adecuó la compañía, ni más ni menos. De la lectura de este Prospecto incompleto pareciera advertirse un esfuerzo calculado o consciente por presentar este cambio al fideicomiso financiero como una decisión estratégica súbita y espontánea de la empresa que no guarda relación alguna con la Resolución de la I.G.J. ni con la sentencia de la Cámara Comercial, con las que estaba –por el contrario– estrechamente vinculada por vía de causalidad, como las mismas apelantes admiten.

En cuanto a este último fallo mencionado, tampoco advierto en modo alguno –como pretenden las recurrentes– que el respeto de la cosa juzgada en el expediente que culminó con la sentencia de la Cámara Comercial definiese como irrelevante la información y, menos aun, impusiera el deber de no informar nada al respecto a las autoridades pertinentes de la administración o eximiera a la compañía en alguna medida de tal obligación. Esta interpretación del acatamiento de la sentencia luce forzada y no se condice con las exigencias que de ella derivan, por lo que no sirve de excusa absolutoria a los sumariados, quienes se encontraban en la obligación de

#37560901#370204840#20230524112223672

cumplir con las especiales exigencias de transparencia que regulan el ámbito de la oferta pública al ingresar en él, y no lo hicieron.

La ausencia de un daño efectivo y actual a los potenciales inversores, en los términos de la doctrina anteriormente reseñada en este voto, tampoco resulta relevante en este tipo de infracciones de carácter formal, desde que lo que se busca proteger con su control y sanciones es el buen orden de la administración, por un lado, y –principalmente– la transparencia en el funcionamiento del Mercado de Capitales. Aun así, no coincido con la afirmación dogmática que se trasluce en ambos memoriales de que de la falta de información apuntada no pueda desprenderse en ningún caso un riesgo siquiera potencial al inversor, aunque más no sea por no contar éste con la información completa acerca de los antecedentes de la empresa. En efecto, la adenda fue publicada precisamente bajo el rótulo "*Riesgo relacionado con las actividades de Pilay. Resolución IGJ 1459/2003*", incorporada a la Sección III titulada "*Consideraciones de Riesgo para la Inversión*".

USO OFICIAL

Y por último, a riesgo de ser reiterativo, es menester apuntar que la buena o mala fe de los sumariados, así como la existencia o no de factores de atribución de tipo subjetivos, son (también según la doctrina que cité *ut supra*) irrelevantes a los efectos de ponderar la configuración de este tipo formal de infracciones, aunque su conducta fuera tenida en cuenta –junto con la ausencia de daños actuales, el hecho de que no se trataba de "hechos relevantes" en los términos normativos y la ausencia de antecedentes– a la hora de graduar la sanción aplicable al incumplimiento.

Y con lo dicho en este acápite quedan entonces descartadas todas las excusas y argumentos invocados por los recurrentes que reseñé más arriba, sin que ninguno de ellos logre conmover la razonable y correcta decisión de la CNV en el caso.

10. En línea con lo anterior, y a mayor abundamiento, me parece relevante apuntar que, si bien las infracciones en cuestión resultan ser de carácter prevalentemente objetivo –por lo cual, en principio, bastaría el hecho externo del incumplimiento de la obligación formal para que se las tenga por configuradas–, en el supuesto de que la culpabilidad esté excluida, no puede considerarse cometida la infracción, ya que la finalidad de la norma es castigar

#37560901#370204840#20230524112223672

a quien incumplió pudiéndolo hacer, conforme el principio de personalidad de la pena. De allí es que puedan existir circunstancias que atenúen o, inclusive, eliminen la imputación, tales como el error excusable de hecho o de derecho, la imposibilidad material de cumplir u otras circunstancias excepcionales debidamente justificadas" (*conf.* ***CNCAF, Sala IV,*** in re *"Gaggio Carlos Horacio (TF 21.393-I) c/D.G.I.", del 27-12-07, entre otras*).

No obstante ello, no puede soslayarse que los apelantes no logran demostrar, respecto de la falta observada, haber asumido una conducta diligente en el cumplimiento de sus obligaciones específicas, sino que –a *contrario sensu*– han reconocido expresamente su omisión, que convalidaron mediante la ulterior subsanación en donde no exhibieron mayores dificultades para volcar *in extenso* la información antes soslayada. En este sentido, para la determinación de la imputación de faltas administrativas y la atribución de su responsabilidad corresponde hacer aplicación de la directiva prevista en el entonces artículo 902 del Código Civil, según la cual "*Cuando mayor sea el deber de obrar con prudencia y pleno conocimiento de las cosas, mayor será la obligación que resulte de las consecuencias posibles de los hechos*". Una directiva semejante surge del art. 1725, párrafo primero, del Código Civil y Comercial de la Nación. (*conf.* ***CNCAF, Sala IV****, causa 18292/01 del 21-5-13*).

Es que, conviene remarcarlo, las normas infringidas no contemplan expresamente excepciones que eximan a quienes pertenezcan al régimen de oferta pública de presentar la información requerida en tiempo y forma, no constituyendo las críticas a este aspecto de la resolución administrativa una expresión fundada, razonada y concluyente que amerite un nuevo examen de la cuestión, que fue debidamente evacuada en sede administrativa, en criterio que suscribo.

Por todo lo antedicho, juzgo que el procedimiento fue llevado a cabo adecuadamente y respetando la pautas del debido proceso y el derecho de defensa de los sumariados, y que las infracciones a las normas pertinentes aludidas en el considerando **7** del presente voto se encuentran configuradas –cuestión que, por lo demás, se halla fuera de controversia en lo referido al incumplimiento objetivo o formal–, no habiendo los recurrentes invocado

#37560901#370204840#20230524112223672

excusas válidas que justifiquen su exención de responsabilidad por las infracciones en que incurrieron.

11. Así zanjada tal cuestión, procederé al análisis de la sanción de apercibimiento impuesta.

Al respecto, es menester recordar –y reiterar– que es precisamente en actividades intensamente reguladas, como es la que desarrollan las sociedades que actúan en el mercado de capitales, que corresponde a la autoridad administrativa ejercer con especial celo las potestades de verificación, control y sancionatoria que tiene a su cargo (*conf.* ***CNCAF***, ***Sala IV***, *causa 30330/12 del 31-3-15*.).

Ahora bien, con relación a la proporción de las sanciones, según se ha sostenido en reiteradas ocasiones, su graduación y determinación es atribución primaria de la autoridad administrativa, principio que sólo cede ante una manifiesta arbitrariedad, la cual no se advierte en autos (*conf.* ***CNCAF***, ***Sala IV***, in re *"INSSJP c/ Superintendencia Servicios de Salud s/ Obras Sociales- ley 23661- art 45", del 3-2-15; "Carfi SA c/ SEDRONAR s/ Registro Nacional de Precursores Químicos – ley 26045- art 16", del 14-4-15; "Jorge Luis Rebagliati SRL y otro c/ PNA –DISP 76/08 (EXPTE B-9828/06)", del 2-11-10; y "OSBA c/ SSS – Resol 1497/10 (expte. 130808/08)", del 7-6-11, entre otras*).

En tal inteligencia, la fijación del tipo de sanción es una actividad que –como principio– es del resorte primario de la Administración, configurando el ejercicio de un poder propio. Dentro de ella, la competencia ha sido asignada a un órgano especializado cuyos actos han de ser controlados por el Poder Judicial en orden a su legitimidad y razonabilidad (*conf.* ***esta Sala***, *causa 7623/18 del 14-3-19, entre otras*).

Parto de la base de considerar comprobada –luego del análisis realizado– la comisión de las infracciones relativas al incumplimiento por parte de los sumariados de las normas aludidas, relacionadas con la inobservancia de ciertos recaudos de tiempo y forma en el procedimiento para el cumplimiento de los deberes de información previstos en la normativa mencionada.

USO OFICIAL

#37560901#370204840#20230524112223672

Por otro lado, cabe destacar que de la Resolución apelada se desprende que para graduar las sanciones aplicadas se tuvo en cuenta la calidad de las infracciones cometidas, su entidad y magnitud, y el deber de remisión de las entidades a la CNV en forma temporánea de los datos necesarios para el ejercicio del poder de policía de la Comisión en la forma y condiciones que establece la reglamentación, lo cual no puede quedar librado a la discrecionalidad de los sujetos controlados.

Entonces, las alegaciones relativas a la configuración de estas inconductas como faltas formales, la ausencia de daño a terceros y la posterior subsanación de las deficiencias que dieron origen al castigo, entre otras anteriormente mencionadas y tratadas, son irrelevantes en el caso, pues la CNV ha impuesto sanciones por infracciones a la ley n° 26.831 y su normativa reglamentaria en ejercicio de su actividad de policía administrativa.

De este modo, a falta de consideraciones concretas y particulares de los apelantes, demostradas pormenorizadamente, no es posible admitir –sin más–, irrazonabilidad o desproporción de la sanción. Por consiguiente, toda vez que no se trasluce un exceso de los límites legales estipulados en los artículos 132 y 133 de la ley 26.831, ni se constata un supuesto de arbitrariedad, no corresponde a este Tribunal inmiscuirse en el ejercicio de la competencia de la CNV (*conf.* ***CNCAF, Sala IV****, causa 41311/14 del 20-10-16*), debe confirmarse la sanción impuesta.

Es que, por todo lo hasta aquí expuesto, en tanto las infracciones imputadas se encuentran debidamente acreditadas y no ha sido invocada circunstancia alguna que justifique eximir de culpabilidad a los recurrentes ni anular o modificar la sanción impuesta, corresponde confirmar la resolución impugnada también en lo tocante a la sanción escogida.

12. En último término, es menester evaluar el contenido de los agravios que describí en los considerandos **3** y **4** en cuanto critican las responsabilidades atribuidas tanto a los miembros del Directorio como a los de la Comisión Fiscalizadora de Pilay.

I. Con respecto a los **Directores**, destaco que se encontraban obligados a cumplir con el deber de suministrar información de forma

#37560901#370204840#20230524112223672

completa y veraz, de acuerdo a las ya reseñadas Normas (N.T. 2013 y mod.), por lo que resultan plenamente responsables por dicho incumplimiento y, por consiguiente, pasibles de una sanción como la que se les impuso.

Se ha dicho que la última parte del artículo 59 de la ley 19.550 impone una norma general referida a los administradores y representantes que faltaren a sus obligaciones, haciéndolos responsables en forma ilimitada y solidaria por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión.

La responsabilidad del Director, nace de la circunstancia de integrar el órgano de administración de manera tal que su conducta debe valorarse en función de su actividad u omisión y aunque no actúe directamente en hechos que originan las responsabilidades, por cuanto es función de cualquier integrante del órgano de administración controlar la gestión empresarial (*conf. Verón, A.V.-Verón, T., "Ley general de sociedades y otros entes administrativos, Actualizada, comentada y concordada", Thomson Reuters, La Ley 2018, pág. 144 y sigs.*).

USO OFICIAL

Señalan los autores citados que dicha responsabilidad debe ser aplicada con sujeción al estándar jurídico establecido en la primera parte del artículo mencionado, vale decir, de acuerdo con el deber de obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios, teniendo en cuenta el tipo societario para el cual se ha sancionado en casos específicos la responsabilidad de determinadas obligaciones legales.

Cabe agregar que los actos que generan la responsabilidad del director se vinculan estrictamente con su actuación, tomando este concepto tanto en términos positivos –cumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley– como negativos –omisión de cumplir con dichas obligaciones– supuestos, todo ellos, que involucran la operatoria prevista por el régimen legal (*conf. Vítolo, D.R. "La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades Comerciales", LEGIS 2007, págs. 11 y sigs.*).

Sostienen quienes apelan la Resolución que tanto al momento de los hechos como al momento del requerimiento de información por parte de la CNV, fueron diligentes y obraron siguiendo las pautas establecidas en el art. 59 de la Ley 19.550.

Ahora bien, tal aserto resulta infundado, pues quienes apelan pretenden desligarse mediante formulaciones genéricas de la responsabilidad

#37560901#370204840#20230524112223672

atribuida, asegurando que actuaron en forma diligente y conforme a las pautas establecida en la ley, pero sin hacerse cargo de los fundamentos de la Resolución de la CNV por los cuales se determinó su sanción. Y, en virtud del criterio que propicio en los considerandos anteriores, y atendiendo a la índole de sus obligaciones y responsabilidad que reseñé, no hay forma de que se desliguen del incumplimiento de su deber informativo por falta de la diligencia exigible originados por los deberes inherentes a sus cargos.

Todo ello permite observar que la alegada diligencia que invocan en su defensa los miembros del Directorio de Pilay, no se condice con los deberes impuestos por la normativa en cuestión en materia de información.

En función de lo dicho, corresponde rechazar sus quejas a este respecto.

II. En cuanto a los reproches de los miembros de la **Comisión Fiscalizadora de Pilay**, además de lo discurrido en el ítem antecedente, conviene recordar que el artículo 294 de la Ley de Sociedades Comerciales, en su inciso 9), dispone que entre las atribuciones y deberes del síndico se encuentra la de vigilar que los órganos sociales den debido cumplimiento a la ley, estatuto, reglamento y decisiones asamblearias.

Respecto a la vigilancia de los órganos sociales, se ha dicho que ello implica que el síndico ha de velar asiduamente porque ellos cumplan con la ley, estatuto, reglamento y decisiones asamblearias (*conf. art. 294, inc. 9° de la ley 19.550 y Verón, op. cit. págs. 793 y sigs*). A ello, cabe añadir que el estricto régimen de responsabilidad que la ley 19.550 pone en cabeza de los síndicos responde a la necesidad de obligarlos a cumplir adecuadamente con sus funciones, en el entendimiento de que un eficaz control de la actuación del directorio evitará la consumación de perjuicios para la sociedad (*conf.* ***esta Cámara, Sala 3****, causa 709/19 del 10-10-19*).

No debe olvidarse que la ley los obliga a asistir a todas las reuniones de los órganos colegiados (conf. artículo 294, inc. 3° de la ley 19.550) con lo que su presencia en dichos actos los obligará a tomar las medidas de custodia del patrimonio social y defensa del interés social que estimen corresponder (*conf. Nissen, R.A. "Curso de Derecho Societario, la ley 19.550 con las reformas efectuadas por la ley 26.994 y su adecuación al*

#37560901#370204840#20230524112223672

Código Civil y Comercial de la Nación", Ed. Hammurabi 2015, pág. 533 y sigs.).

De tal manera, resulta evidente que la Comisión Fiscalizadora no hizo lo suficiente para garantizar que se cumpliera de inmediato con el deber de informar prescripto según la normativa aplicable, por lo tanto no es posible excluirlos del poder administrativo sancionador, máxime si se tiene en cuenta lo dicho en cuanto al alcance e importancia de sus funciones (*conf.* ***esta Sala****, causa 7623/2018 del 14-3-19, voto de la Dra. Najurieta*).

Cabe, entonces, desestimar también estas críticas.

13. En suma, por todo lo antedicho, propongo al Acuerdo rechazar los recursos de apelación interpuestos y confirmar en todos su términos la Resolución Reservada de Firma Conjunta del 28/12/22, expediente CNV n° 1424/2014 (sumario RRFCO-2022-228-APN-DIR#CNV), distribuyendo las costas del proceso en el orden causado, en atención a las particularidades del caso y a la complejidad de la cuestión, teniendo también en cuenta que los recurrentes pudieron creerse con derecho a defenderse como lo hicieron (artículo 68, 2° parte, del CPCCN).

USO OFICIAL

La **Dra. Florencia Nallar** adhiere al voto que antecede.

En mérito a lo deliberado y a las conclusiones del Acuerdo precedente transcripto, el Tribunal **RESUELVE**: rechazar los recursos de apelación interpuestos y confirmar en todos su términos la Resolución Reservada de Firma Conjunta del 28/12/22, expediente CNV n° 1424/2014 (sumario RRFCO-2022-228-APN-DIR#CNV), con costas en el orden causado.

El **Dr. Juan Perozziello Vizier** no suscribe la presente por hallarse en uso de licencia (art. 109 R.J.N.).

Regístrese, notifíquese –al señor Fiscal electrónicamente–, líbrese oficio vía DEOX a la CNV, archívese y devuélvase las actuaciones recibidas

#37560901#370204840#20230524112223672

en formato papel a la CNV.

Florencia Nallar **Fernando A. Uriarte**

Signature Not Verified
Digitally signed by FLORENCIA NALLAR
Date: 2023.05.24 12:37:51 ART

Signature Not Verified
Digitally signed by FERNANDO ALCIDES URIARTE
Date: 2023.05.24 13:02:27 ART

#37560901#370204840#20230524112223672