

Manipulacion De Mercado De Valores Aplicacion De Multa

DOMINGO, 10 DE ENERO DE 2021

JURISPRUDENCIA

Manipulación de mercado de valores. Aplicación de multa Se confirma la sanción aplicada al encartado por el directorio de la Comisión Nacional de Valores de multa de doscientos mil pesos (\$ 200.000), en los términos del art. 10, inc. b), de la ley 17.811, por manipulación de mercado. Buenos Aires, 18 de agosto de 2016. VISTO: El recurso directo interpuesto a fs. 732/743 contra la resolución 17.219 de la Comisión Nacional de Valores obrante a fs. 684/724; y CONSIDERANDO: 1º Que, mediante la resolución 17.219, del 31 de octubre de 2013, el directorio de la Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV) le aplicó al actor la sanción de multa de doscientos mil pesos (\$ 200.000), en los términos del art. 10, inc. b, de la ley 17.811. Para así resolver, el organismo demandado tuvo por acreditada ?la infracción por parte del Sr. JUAN CARLOS FERNANDEZ, por manipulación de mercado mediante marcación de precios, al artículo 34 del Anexo aprobado por Decreto N° 677/01 y al artículo 27 inciso b.1) y c.1) del Capítulo XXI de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.) -todos ellos conforme texto y numeración vigente a la época de los hechos-?. Explicó que las operaciones cuestionadas se habían registrado respecto de dos especies de acciones en particular: de Distribuidora de Gas Cuyana S.A. (DGPU2) y de Gas Natural Ban S.A. (GBAN) (v. fs 684). En el primer caso, señaló que, en el período abril-mayo de 2006, se había identificado que mientras que el índice Merval había sufrido una baja del 5.8%, aquellas acciones habían tenido una suba del 15.72%, circunstancia que motivó que se iniciaría una procedimiento investigativo (v. fs. 684/685). Manifestó que, como consecuencia de ello, se había verificado que la sociedad de bolsa Cozzani-Guterman S.A. había operado, a cuenta y orden del comitente Juan Carlos Fernández, comprando diversas cantidades de las acciones en cuestión en forma reiterada sobre el cierre de la jornada bursátil y a precios sensiblemente superiores al último registrado para tal especie (v. fs. 685). Indicó que, con posterioridad, se había ampliado la muestra al período marzo-junio 2006 y se había concluido que de un total de 66 ruedas en las que se había registrado operaciones en la especie DGPU2, el comitente Fernández había operado como comprador en los últimos minutos de la jornada en 46 de ellas (70%), determinando en la mayoría de los casos el precio de cierre de la acción al alza o estable (v. fs. 685 in fine, 705/706 y 708/709). Dedujo que, de este modo, la intervención sistemática del comitente, mediante la sociedad de bolsa en cuestión, tuvo ?un efecto atenuante de la caída del precio de DGPU2 que -en consecuencia- bajó menos que el mercado, y que otras empresas de su sector económico, que bajaron aún más que el índice mencionado?. Ello así, entendió que el actor había ?realizado operaciones para determinar el precio de cierre al alza en forma recurrente, a través de la compra de pequeñas cantidades de acciones de DGPU2? y que ?...si bien la variación de los precios en términos relativos y respecto de inmediato anterior no es significativa, la continua intervención del comitente FERNANDEZ Y/O ALVAREZ en la especie en ocasiones de las últimas operaciones de la jornada respectiva corroboran la posible incursión de su parte en una conducta marcativa de precios? (v. fs. 686 y 705/712). A lo hasta aquí expuesto, agregó que, en los mencionados períodos, el comitente poseía cauciones bursátiles tomadoras -con garantía- en la especie DGPU2, lo que permitía inferir que el ?principal móvil o motivo de la investigada marcación de precios? había sido ?evitar, precisamente, la reposición de márgenes implicada en la operatoria con cauciones?. Detalló que tales cauciones habían importado la entrega en garantía de 1.613.593 acciones DGPU2 y que el dinero obtenido en contraprestación había sido de aproximadamente \$ 1.392.531 (v. fs. 686/687 y 705/708). Para dar sustento a tal aseveración, recordó que conforme lo dispuesto por la Circular n° 3310, punto 2.d, del Mercado de Valores de Buenos Aires (MVBA) ?el tomador futuro de cauciones deberá reponer márgenes de garantía en forma diaria, cuando el precio de cotización diario de la especie otorgada en garantía resulte menor, en el porcentaje que para cada especie determina el MVBA, al precio de compra futuro fijado en la operación? y que, ello así, la baja del precio de cotización de las acciones DGPU2 otorgadas en garantía ?le hubiera resultado onerosa y perjudicial por cuanto al ser tomador de fondos -de darse tal baja- debía reponer márgenes en forma diaria a fin de mantener el nivel de garantía? (v. fs. 687 y 707). Afirmó, en consecuencia, que el actor había conseguido ?dinero en el mercado a través de la modalidad de caución bursátil, por montos superiores a PESOS UN MILLON (\$1.000.000), y que, a través de la posible marcación de precios en la especie DGPU2, el comitente FERNANDEZ Y/O ALVAREZ no sólo habría evitado la reposición de márgenes de garantía de las cauciones sino que pudo incrementar sucesivamente su tenencia? (v. fs. 687 y 707). Por otro lado y para el caso de las acciones GBAN, advirtió que también se había identificado el mismo modus operandi para el período febrero-junio 2006. Sobre el particular, destacó que de un total de 65 ruedas donde se registraron operaciones en la referida especie, el comitente Fernández había actuado sobre la finalización de la jornada en 40 de ellas, determinado el precio de cierre en alza o estable y que, asimismo, también poseía una considerable cantidad de cauciones bursátiles garantizadas con tales acciones (v. fs. 687/6878 y 712/714). Concluyó, por todo lo expuesto, que se encontraba verificada ?la reiterada y sistemática concertación de

operaciones de compra por cuenta y orden del comitente Fernández y/o Álvarez sobre el final de la jornada; presumiéndose, en tal instancia, que esa modalidad operativa se encontraría orientada a marcar el precio de cierre de ambas especies, a un precio superior al de la última operación registrada hasta ese momento -evitando de tal forma la reposición de los márgenes de garantía de las cauciones tomadoras-, por lo cual "...la transparencia y realidad de la actividad desarrollada en el mercado de capital habría sido claramente afectada" (v. fs. 688). Recordó que "es objetivo de la normativa legal y administrativa la tutela del mercado de valores, asegurando el funcionamiento de mercados transparentes, prohibiendo las operaciones ficticias y cualquier práctica manipulativa del tipo que sea" y que "las normas cuya infracción se imputa en el presente sumario, imponen a la emisora, intermediarios, inversores y cualquier otro interviniente en los mercados de valores negociables, de futuros y/u opciones, la obligación de abstenerse de realizar prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precio o volúmenes de valores negociables, futuros u opciones negociados en tales mercados?". Por tales motivos, consideró que "las conductas adoptadas por el sumariado, objeto de la presente investigación, constituyeron prácticas respecto de las cuales debía necesariamente abstenerse, dado que con las mismas afectaba artificialmente la formación de los precios" y "que la eventual ausencia de perjuicio concreto a persona determinada con motivo de la manipulación de mercado no resulta óbice para afirmar que las personas involucradas, en las conductas reprochadas, se encuentren incursas en un posible incumplimiento a lo establecido" por la referida normativa (v. fs. 701 in fine/702, 718/719 y 720 in fine/721). A su vez, para fundar sus conclusiones citó doctrina y jurisprudencia que entendió aplicable al caso. Finalmente, resaltó que el trámite del sumario había sido realizado conforme a derecho, habiéndosele garantizado al administrado el debido ejercicio de su derecho de defensa en todas las instancias posibles del procedimiento. Al respecto, indicó que no correspondía la aplicación de los principios propios del derecho penal sino los del derecho administrativo sancionador, con los que se había dado estricto cumplimiento. Asimismo, resaltó que se había valorado toda la prueba ofrecida determinando, en cada caso, si era o no conducente a la resolución de la controversia. 2º) Que, contra tal resolución, a fs. 732/743, el Sr. Fernández interpuso el presente recurso directo. En primer término, sostiene que se cometieron una serie de irregularidades en la tramitación del sumario administrativo que importaron una concreta afectación a su derecho de defensa. Al respecto, afirma que corresponde declarar la nulidad de todo lo actuado a partir de la declaración testimonial del 5 de junio de 2007, toda vez que, en esencia, habría sido una declaración indagatoria a la que fue citado junto con su esposa sin asistencia letrada y en la que no se resguardaron sus derechos y garantías como imputado. Asimismo, agrega que se le denegó de forma arbitraria la producción de diversas pruebas, entre las cuales destaca la pericial e informativa que solicita que se efectúen en esta instancia. Como consecuencia de ello, entiende que corresponde declarar prescripta la acción en los términos del art. 10 de la ley 17.811 ya que transcurrieron más de siete años desde que se verificaron las supuestas irregularidades sin que se hubiera dado lugar a un procedimiento sancionatorio ajustado a derecho. Por otro lado, alega que la resolución cuestionada es incongruente, contradictoria y arbitraria por los siguientes motivos: - No era posible tomar cantidades importantes de cauciones bursátiles garantizadas con acciones GBAN y DGCU toda vez que el tope establecido por el régimen normativo aplicable era de \$ 300.000 y la sociedad operadora de bolsa Cozzani-Guterman limitaba esa cifra a \$ 150.000/200.000. - A los fines de iniciar el sumario se tomaron los datos del 01/03/2005, circunstancia que demuestra que el análisis técnico de la operatoria cuestionada ha sido arbitrario. Sobre el particular, advierte que a la fecha de la verificación -01/03/06-, la toma de fondos garantizada con acciones de DGCU2 era de \$ 123.385 y que aun tenía disponibles sin utilizar 1.136.625 acciones de tal especie. - Él no era quien decidía los títulos y acciones que se caucionaban ya que esa era una atribución del agente de bolsa. - Las variaciones de precio de cierre de un día a otro nunca fueron significativas y, además, las acciones en cuestión no pertenecen al Merval por lo que no pueden ser comparadas con dicho índice. - Siempre tuvo títulos públicos en exceso razón por la que la aseveración de la CNV de que tuvo que recurrir a la operatoria en cuestión para hacerse de fondos resulta absurda. - El sancionado no posee ningún antecedente negativo en su extensa trayectoria en el mercado de valores. - Cualquier cálculo que se hiciera sobre el supuesto beneficio que podría haber obtenido al marcar los precios de las acciones en cuestión concluye en que los importes resultantes son ridículamente bajos, lo que demuestra la falta de coherencia y razonabilidad de las imputaciones. - Siempre ha invertido en el mercado financiero del sector gasífero y en esas empresas en particular. Señala, asimismo, que la resolución cuestionada es nula puesto que se fundó en las disposiciones de la ley 26.831 cuando correspondía aplicar las de su similar 17.811, vigente al momento de los hechos. A su vez, considera que se incurrió en un exceso de punición dado que el monto de la multa sería desproporcionado e injustificado. 3º) Que, a fs. 757/758, el señor Fiscal General subrogante opinó que no encontraba óbices que impidieran declarar la admisibilidad formal del recurso presentado por la actora. 4º) Que, a fs. 775, se corrió traslado a la CNV de la apelación deducida, quien contestó los agravios de su contrario solicitando su rechazo por considerar que ninguna de las defensas esgrimidas alcanzaba a conmovir los fundamentos del acto administrativo impugnado (v. fs. 789/813 vta.). 5º) Que, liminarmente, cabe recordar que los jueces no están obligados a seguir a las partes en todas y cada una de las argumentaciones que pongan a consideración del Tribunal, sino tan

sólo en aquéllas que sean conducentes para decidir el caso y que basten para dar sustento a un pronunciamiento válido (Fallos: 297:140; 301:970, entre otros). 6º) Que, aclarado ello y por cuestiones metodológicas, corresponde tratar, en primer término, los agravios relativos a la violación del derecho de defensa del recurrente y a la prescripción de la acción sancionatoria. A tales fines, resulta conveniente efectuar un breve relato de los antecedentes de la causa: a- El 12 de junio de 2006, el área de monitoreo de mercados de la CNV labró un informe en el que aconsejó efectuar una investigación ante las evidencias de una posible práctica de marcación de precios de las acciones DGPU2 (v. fs. 1/12). b- El 31 de agosto de 2006 y habiéndose efectuado un estudio pormenorizado de la cuestión, el área mencionada concluyó que había existido una posible marcación de precios de las acciones DGPU2 y GBAN por parte del comitente Fernández, a través del intermediario Cozzani-Guterman, durante el período marzo-junio de 2006, razón por la que resolvió remitir las actuaciones a la Gerencia Sumariante (v. fs. 80/83). Tal criterio, fue reiterado el 2 de marzo de 2007 (v. fs. 115/120). c- El 5 de junio de 2007 y previo a resolver si correspondía o no iniciar el sumario pertinente, se le tomó declaración informativa al Sr. Juan Carlos Fernández y a su cónyuge, Telma Haydee Álvarez de Fernández (v. fs. 125/130). d- El 28 de agosto de 2008 y previa intervención de las áreas correspondientes, el directorio de la CNV resolvió, mediante resolución 15.967, instruir sumario al Sr. Juan Carlos Fernández, por posible manipulación de mercado mediante marcación de precios en infracción al artículo 34 del Anexo aprobado por Decreto N° 677/01 y al artículo 27, incisos b.1 y c.1, del Capítulo XXI de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.), decisión que fue debidamente notificada a las partes (v. fs. 201/212 y 215/216) e- El 18 de septiembre de 2008 y previa vista del expediente administrativo, el sumariado efectuó su descargo y ofreció prueba (v. fs. 218/219 y 265/286). f- El 26 de noviembre de 2008, se celebró la audiencia preliminar (v. fs. 304/305). g- El 23 de diciembre de 2008, se proveyó la prueba en forma detallada y se desestimó la que el organismo consideró inconducente (v. fs. 312/316). h- El 26 de noviembre de 2009, el actor presentó su descargo final rechazando la totalidad de las imputaciones (v. fs.583/594 vta.). i- El 31 de octubre de 2013 y previa intervención de las áreas correspondientes, el directorio de la CNV dictó la resolución cuestionada en estos autos (v. fs. 600/624, 627/653 y 684/724). 7º) Que, ello así, no se advierte que en el procedimiento seguido por la autoridad de aplicación se hubiese cometido irregularidad alguna susceptible de dar lugar a su nulidad o a la del acto sancionatorio. Por el contrario, del sub iudice se desprende que el encartado fue debidamente notificado del inicio del sumario y de los cargos que se le imputaban, pudo efectuar sus descargos y ofrecer pruebas, se le dio una respuesta fundada y en tiempo respecto de sus diversas peticiones e intervinieron las reparticiones técnicas correspondientes previo al dictado el acto cuestionado (v. consid. 6º). En este orden de ideas, es dable advertir que la declaración que se lo tomó al recurrente, el 5 de junio de 2007, fue llevada a cabo previo al inicio del sumario y sólo a título informativo en los términos del art. 7º, inc. a, de la entonces vigente ley 17.811, como consecuencia de la investigación desarrollada por el área de monitoreo (v. fs. 125/103). Es por ello que las manifestaciones en cuestión no fueron consideradas para fundar la resolución impugnada sino que aquélla se sustentó en la investigación técnica realizada por el área monitoreo, la prueba producida en el sumario y en las afirmaciones vertidas por el sancionado en su descargo (v. fs. 265/286, 635/653 y 696/714). En efecto, la CNV expresamente dejó sentado que las explicaciones dadas por el Sr. Fernández aquel día no habían sido tomadas como "elementos que hagan a los fundamentos de la Resolución N° 15.967 [que dispuso el inicio del sumario]..." (v. fs. 695, párrafo 4º). Por el contrario, la audiencia preliminar prevista por el art. 12 de la referida norma como paso ineludible del procedimiento sancionatorio fue realizada el 26 de noviembre de 2008, habiéndosele garantizado debidamente al imputado su derecho de defensa (v. fs. 304/305). En conclusión, el actor no demuestra en forma concreta cómo el proceder de la demandada le ocasionó un gravamen específico sino que se circunscribe a efectuar disquisiciones teóricas sobre los conceptos de "nulidad" y "derecho de defensa" que no tienen entidad suficiente para justificar el reconocimiento de su agravio, en lo que al punto respecta. A mayor abundamiento, resulta oportuno recordar que, en supuestos sustancialmente análogos, este Tribunal ha dicho que las sanciones como las de autos tienen carácter administrativo, no penal, y por lo tanto no resultan estrictamente aplicables los principios propios de ese derecho (cfr., en ese sentido, Sala II, "Korch Heriberto Guillermo", 10/5/11; Sala III, "Banco Serrano Cooperativo Limitado", 15/10/96 y "Canovas Lamarque Mónica S.", 14/4/04 [LL 29/11/2004, 7]; esta Sala, "Álvarez Andrés Benigno y otros?", 15/6/10; "Pacífico Santiago Ángel?", 8/6/10; y Sala V, "Josephson Andrés Bruno y otro?", 12/12/06, entre muchos otros). Por otro lado y en lo que hace a la prueba que fue denegada en sede administrativa, el recurrente tampoco realizó una crítica razonada y circunstanciada de los argumentos expuestos por el organismo sancionador. En efecto, en la oportunidad correspondiente, la CNV brindó los fundamentos por los que decidió desestimarlas, por inconducentes (v. fs. 312/316, 475/476, 694/696 y 811/812) y, ante ello, el apelante no logró explicar cómo su producción pudo haber alterado la conclusión a la que se arribó respecto de que efectivamente se verificó una conducta de marcación de precios. En este sentido, las aclaraciones que pretende obtener del perito respecto de la información que brinda el sistema informático no aportan al esclarecimiento de la controversia así como tampoco los datos que se solicitan mediante los oficios que fueron rechazados, que en su mayoría ya fueron recabados mediante el resto de la prueba producida en sede administrativa (v. fs. 285/286 y 742). En tales condiciones, cabe

recordar que el litigante que pretende la declaración de nulidad de las actuaciones de conformidad con lo prescripto en los artículos 169 y siguientes del código procesal, debe necesariamente mencionar de un modo expreso el perjuicio que el vicio le causa y el interés jurídico que procura subsanar, pues resulta insuficiente a tal efecto la invocación genérica de principios o garantías constitucionales o el uso de fórmulas imprecisas (conf. exigencia que emana del artículo 172 del código de rito y esta Sala, causa ?Saverio Francisco Domingo Romano y otro c/ PNA-disp.. 1078/10 (expte. 22493/08)?, sentencia del 8/5/12, y ?Denna, Roberto Aníbal c/ PNA s/ recurso directo de organismo externo?, sent. del 23/04/15, entre muchas otras). Adoptar un temperamento diferente significaría contradecir el principio que no admite la declaración de nulidad sin perjuicio, ni la nulidad por la nulidad misma (conf., esta Sala, ?Caligiuri Pedro c/ Resolución 29.792/04 -Superintendencia de seg? sentencia del 9/8/05; ?Canet Lilia Viviana c/ EN - M° Desarrollo Social - DGI?, sentencia del 14/2/06, entre otros; y, doctrina de la CSJN, Fallos: 314:290; 319:119; 320:1611; 322:507; 324:1564, entre otros). Sentado lo expuesto, corresponde desestimar los agravios del recurrente en lo que hace a la supuesta afectación de su derecho de defensa, siendo, en consecuencia, innecesario expedirse sobre el planteo de prescripción formulado.

8°) Que, así las cosas, previo a ingresar al examen de validez de los fundamentos de la resolución impugnada, cabe tratar la queja relativa a la ley aplicada por el organismo sancionador para fundar su decisión. Al respecto, en la propia resolución impugnada se señaló que, en el caso, correspondía estar a las disposiciones de la ley 17.811, vigente al momento de los hechos, y no a las de la ley 26.831 (v. fs. 694). En efecto, en la parte dispositiva del acto cuestionado solamente se hizo referencia a la primera de las normas mencionadas (v. fs. 723). En este orden ideas, las citas que se hicieron a lo largo del texto de la resolución cuestionada respecto de la segunda las leyes referidas, fueron efectuadas a los fines de contextualizar normativamente los hechos investigados y destacar que el criterio vigente al momento de su dictado, era el mismo que al momento en que los hechos acontecieron. Por tales razones, corresponde desestimar el agravio del recurrente sobre el punto en cuestión.

9°) Que, aclarado todo ello y a los fines de dilucidar el fondo de la controversia, cabe efectuar un breve repaso de la normativa entonces vigente que la CNV consideró violentada: Decreto 677/01 ?Régimen de Transparencia de la Oferta Pública?- art. 34. ?Manipulación y engaño al mercado. Los emisores, intermediarios, inversores, o cualquier otro interviniente o participante en los mercados de valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza, 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, derechos, o contratos a término, de futuros y opciones, alterando el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda; debiendo observar especialmente las disposiciones legales y reglamentarias pertinentes? Normas N.T. 2001 y mod.- Libro 6°, Cap. XXI, art. 28 ?Las siguientes personas físicas o jurídicas: a.1) Emisoras; a.2) Intermediarios; a.3) Inversores; a.4) Cualquier otro interviniente en los mercados de valores negociables, de futuros y/u opciones, deberán: b.1) Abstenerse de prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables, futuros u opciones negociados en tales mercados... Las conductas anteriores incluyen, pero no se limitan a, cualquier acto, práctica o curso de acción mediante los cuales se pretenda: c.1) Afectar artificialmente la formación de precios, liquidez o el volumen negociado de uno o más valores negociables, futuros u opciones?.

10) Que, ello así, es dable recordar que, para justificar la sanción, la CNV tuvo por acreditado que el Sr. Fernández había efectuado maniobras de marcación de precios de las acciones DGCU2 y GBAN durante los primeros meses del 2006, que importaron una manipulación del mercado y, en consecuencia, una violación a las disposiciones normativas ut supra citadas. Sobre el particular, cabe destacar que, por medio de la investigación realizada por el área de monitoreo, se pudo verificar fehacientemente que, en reiteradas ocasiones y durante lapsos prolongados, el actor había operado, por intermedio la sociedad de bolsa Cozzani- Gutterman S.A., sobre la finalización de la jornada bursátil adquiriendo diversas cantidades de acciones DGCU2 o GBAN y fijando, en gran parte de los casos, el precio de cierre de la especie al alza o estable (v. fs. 11/23, 61/78, 81/82, 119, 149/153, 174/178, 543/574, 635/639 y 696/701), circunstancia que el recurrente no desconoce (v. fs. 273 y 737). En este sentido, se explicó que ?si bien la variación de los precios en términos relativos y respecto de inmediato anterior no es significativa, la continua intervención del comitente FERNANDEZ Y/O ALVAREZ en la especie en ocasiones de las últimas operaciones de la jornada respectiva? era susceptible de provocar una conducta marcativa de precios (v. fs. 686 y 705/712). En efecto, se tuvo en cuenta que, conforme la circular 3399/98 del Mercado de Valores, el importe operativo mínimo para modificar un precio era de \$ 1.000, lo que en el caso había acontecido en todas las jornadas en que el agente había fijado el precio de cierre (v. fs. 503, 574, 697 y 699). Por otro lado, también se encuentra acreditado que, durante los períodos investigados, el Sr. Fernández poseía una considerable cantidad de cauciones bursátiles garantizadas con acciones DGCU2 y GBAN, que fueron sucesivamente renovadas, siempre dentro de los cupos máximos permitidos (v. fs. 396/399, 527/529 y 635/639). Al respecto, resulta oportuno explicar que, conforme la normativa aplicable a tales operaciones, cuando el valor de cotización diario de la especie entregada en garantía de una caución es inferior al porcentaje del valor de futuro concertado, el tomador debe reponer márgenes diariamente (cfr. art. 54 del Reglamento Operativo del Mercado de Valores y circular 3310, punto 2.d, del MVBA). De este modo, si el precio de la

acción no disminuye, el tomador de cauciones bursátiles garantizadas en esa especie se ahorra tener que reponer márgenes y, si el precio sube, con la misma cantidad de acciones se ve en condiciones de tomar más dinero del mercado, en la próxima renovación de aquellas cauciones. En este sentido, el art. 28 del Reglamento Operativo del Mercado de Valores define a las operaciones de caución bursátil como "aquellas que consisten en un pase en el cual el precio de la venta al contado es inferior al de cotización y resulta de los aforos que fija periódicamente el Mercado, siendo además el precio de la venta a plazo superior al de la venta al contado. Las especies objeto del contrato permanecen depositadas en el Mercado durante su vigencia". Ello así, se ha afirmado que tales inversiones importan "la compra de títulos al contado y su venta a un mayor valor a término en las cuales interviene el Mercado de Valores garantizando la operación y constituyéndose en depositario de los títulos objeto del negocio (cfr. Bollini Shaw, Carlos -Goffan, Mario, "Operaciones bursátiles y extrabursátiles", Ed. Abeledo - Perrot, Buenos Aires, 1995, págs. 9/10). Asimismo, se ha dicho que la caución bursátil es empleada para obtener dinero sobre valores mobiliarios, conservando la propiedad de los títulos, mediante la siguiente operatoria: el propietario de los títulos -tomador del dinero- los vende al contado al dador del dinero, y éste, en el mismo acto, se los vende a término a un precio superior. Desde tal perspectiva, la caución constituye una operación similar al 'pase', en la cual el precio de venta al contado es inferior al de cotización y surge de los aforos que fija periódicamente el Mercado; además, el precio de venta a plazo es superior al de venta al contado (cfr. Radresa, Emilio, "Bolsas y contratos bursátiles"; Ed. Depalma, Buenos Aires, 1995, pág. 196)" (cfr. Cam. Nac. de Apel. en lo Comercial, Sala A, in re "Di Marco, Ricardo Néstor y otro c/ Boston Securities SA sociedad de bolsa s/ ordinario", sent. del 2/10/09).

11) Que, así las cosas, dentro del concepto de "manipulación al mercado" -v. consid. 9º- cabe incluir a toda "conducta intencional o voluntaria destinada a engañar o defraudar a los inversores controlando o afectando artificialmente el precio de los valores mobiliarios" (Camerini, Marcelo A., "La transparencia en el Mercado de Capitales", ed. Ad-hoc, Bs. As., 2007, pag. 239) y ese comportamiento puede manifestarse, entre otras formas, mediante "una pluralidad de operaciones" de compra o venta reiteradas tendientes a lograr que, artificialmente, el precio de cotización de un valor "suba, baje, fluctúe dentro de una banda o no supere ciertos límites" (cfr. Bianchi, Roberto, "Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública", ed. Zavalía, Bs. As., 1993, pág. 81). En este contexto, se ha definido como "Marking the close" a un modo de marcación de precios consistente en comprar acciones al final de la jornada bursátil o en un momento cercano a él a un precio superior o igual que el previamente ejecutado para afectar la cotización de cierre (cfr. U.S. Securities and Exchange Commission en caso "Richard D. Chema", 1995. v. en <https://www.sec.gov/litigation/aljdec/1995/id-71grl.pdf>), actividad que importa "un artificio potencialmente manipulativo porque los datos de las operaciones de apertura y cierre reciben amplia cobertura de los medios y se distribuyen diariamente al público inversor" (Camerini, Marcelo A., op. cit., pág. 243). Ello así, se ha destacado que conductas de este tipo atentan contra la transparencia del mercado, pues "representa[n] una posible desviación de las fuerzas normales de la oferta y la demanda que resultan del justo precio subastado por un valor negociable, circunstancia de gran preocupación para aquéllos que regulan los mercados" (cfr. U.S. Securities and Exchange Commission en caso "Carole L. Haynes", 1995. v. en <https://www.sec.gov/litigation/aljdec/id78grl.txt>). En efecto, es tan importante para el buen funcionamiento del mercado "la formación libre de su precio" que frente a comportamientos que la obstaculicen o alteren no sólo se han previsto sanciones de carácter administrativo sino también penales (cfr. Carbajales, Mariano, "La regulación del mercado Financiero", ed. Marcial Pons, Madrid, 2006, pag. 70 y, para nuestro ordenamiento, ver normas citadas en consid. 10, art. 117, inc. b, d la ley 26.831 y art. 309 del Código Penal).

12) Que, a su vez, no puede perderse de vista que la entonces vigente ley 17.811 "asignó a la CNV la función de ejercer el poder de policía (Fallos 304:883) sobre la oferta pública de valores negociables, como modo de resguardar los intereses de los inversores mediante la protección de la transparencia de las operaciones -bien jurídico tutelado-, necesario para mantener las condiciones de seguridad y confianza que impulsan la difusión de la propiedad de valores negociables (v. Exposición de Motivos, Ley cit.). A dicho fin la mencionada entidad dicta las normas a las cuales deben ajustarse las personas físicas y jurídicas que en cualquier carácter intervengan en la oferta pública de valores negociables, fiscaliza su cumplimiento (art. 7 primera parte y 6 inciso d) y f), Ley N1 17.811), y puede aplicar las sanciones previstas en el artículo 10 de la Ley N1 17.811, luego de sustanciado el sumario administrativo en el que se detecten infracciones normativas". Las disposiciones de la citada norma se complementaban con las de la ley 23.697 que "facultó -art. 41- al PEN para dictar las normas necesarias para afianzar el funcionamiento del mercado de capitales, preservando los deberes y responsabilidades previstos en aquella, a fin de llevar transparencia e igualdad de oportunidades de inversión a todas las plazas del país" (cfr. Fallos 330:1855). De este modo, el texto mismo de la ley 17.811 demostraba que su objeto no fue sólo regular relaciones entre particulares, sino también garantizar un interés de carácter público: crear las condiciones e instrumentos necesarios para asegurar una efectiva canalización del ahorro hacia fines productivos. En efecto, el fin de la actividad de la CNV es la protección del público inversor, considerando genéricamente al interés general (v. exposición de motivos de la ley, cfr. Giovenco, Arturo "Comentarios sobre la competencia y facultades fiscalizadoras de la CNV", Revista de Derecho Comercial. Año 27, ed. Depalma, Buenos Aires, 1994, p. 203 y sigs.). Al respeto, la Corte Suprema de la Nación ha dicho que la función

asignada a aquel organismo excede el marco del derecho privado para adoptar características típicas del ejercicio del poder de policía que compete al Estado (Fallos 303:1812). Asimismo, no puede soslayarse que tales criterios fueron receptados en su totalidad por la ley 26.831 de mercado de capitales, vigente desde el 28 de enero de 2012. Por último, la Organización Internacional de Comisiones de Valores publicó en 1998 los "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores" dentro de los que incluyó como principales a la protección de los inversores, garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y la reducción del riesgo sistémico. El punto 3.1 de la publicación citada establece que, en aras a resguardar al público inversor, los emisores deberán estar protegidos de prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas. 13) Que, en tales términos, corresponde rechazar los agravios expuestos por el recurrente, pues sólo constituyen meras discrepancias con los criterios de interpretación del organismo especializado en la materia, que carecen de virtualidad para modificar la resolución adoptada y no logran demostrar arbitrariedad o irrazonabilidad en la fundamentación de aquella. Por el contrario, el sanción impuesta se encuentra debidamente justificada en las circunstancias fácticas comprobadas en la causa y detalladas en el considerando 10. En este sentido, de un análisis integral de las operaciones verificadas y del estado de la cuenta del agente, se desprende que, durante el período investigado, el actor se aseguró de no tener que reponer márgenes diarios respecto de las cauciones bursátiles garantizadas con acciones DGCU2 y GBAN, toda vez que con su intervención sistemática marcó el precio de cierre de tales especies al alza o estable, evitando que su precio no sea inferior al porcentaje del valor de futuro concertado, lo que importó una clara manipulación de la libre formación de precios y de la transparencia del mercado de valores en los términos ut supra señalados. En efecto, adviértase que, en su escrito recursivo, el recurrente nada dice respecto de que con su accionar efectivamente evitó tener que reponer márgenes de garantía, cuestión central del cargo imputado por la CNV. 14) Que, este sentido, resulta oportuno recordar que esta Cámara tiene dicho que la revisión judicial que se realiza en el marco de recursos directos contra sanciones impuestas por organismos estatales no alcanza a la oportunidad o acierto del ejercicio del poder de policía sino que sólo a su control de legalidad y razonabilidad, a fin de que no se violen los límites infranqueables de la Constitución Nacional (conf. esta Sala, ?Ruiz Antonio y otros?, sent. del 5/8/10; ?Banco Municipal de Rosario y otros?, sent. del 15/11/11; ?Romero Díaz José Ignacio c/ BCRA - RESOL 252/00 (expte. 1000016/96 sum fin 866)?, sent. del 30/8/12; entre muchos otros). Y que ?los actos como el que aquí se impugna 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 arbitrariedadpalmaria y manifiesta? (cfr. Sala I in re "Banco Integrado Departamental Cooperativo c/ BCRA-resol. 295/99", sent. del 18/09/14, y "Banco Finansur y otros c/ Banco Central de la República Argentina s/recurso directo de organismo externo", sent. del 17/03/15; Sala II in re ?Transatlántico SA Casa de Cambio y otros c/BCRA -Resol 419/11(expte 100661/04 Sum Fin 1138)?, sent. del 10/07/12, y ?Alvarado Pedro Alberto Carlos y otros c/BCRA - Resolución N° 379/08 (expte. 100298/97 Sum Fin N° 761)?, sent. del 12/07/12; y arg. fallos 293:681; 301;1103, 303:1776; y esta Sala in re "Banco General de Negocios c/ B.C.R.A -resol 497/02 (Expte100348/02)", sent. del 10/06/04, y ?Cooperativas de Vivienda Crédito y Consumo AYDIN LTDA c/ INAES s/ cooperativas - ley 20337 - art 103?, sent. del 29/03/16), extremos que no se advierten en el caso de autos. 15) Que, sentado lo expuesto y por otro lado, la alegada escasa magnitud de las maniobras denunciadas y de los posibles beneficios que pudo haber obtenido el Sr. Fernández como consecuencia de los cupos máximos de operación y de la real composición de su cuenta financiera, no impiden tener por configurada la conducta de marcación de precio, que justificó la sanción impuesta. En efecto, el recurrente no logra explicar, en forma clara, como tales argumentos tornan infundado el razonamiento efectuado por el organismo especializado en la materia sino que se limita a efectuar observaciones aisladas respecto de la investigación realizada para luego concluir que el análisis final habría sido arbitrario y errado. En este sentido, nótese que para adoptar su decisión, la CNV no se valió de los datos puntuales de una jornada específica sino que evaluó y examinó los movimientos y tenencias del recurrente en forma global a lo largo de los períodos investigados, identificando un patrón de comportamiento y estableciendo con precisión los montos y cantidades de acciones totales con los que se operó (v. fs. 515/574, 635/639 y 705/714). En efecto, las afirmaciones del organismo demandado respecto de las repetidas ocasiones en las que el recurrente marcó el precio de cierre de las acciones en cuestión, de la cantidad de aquellos valores que habían sido entregados en garantía y del dinero tomado en contraprestación por la operaciones de cauciones bursátiles no se contraponen sino que conciben con los dichos del recurrente respecto de la composición de su cuenta de inversión y de los límites de aforos para operar en el mercado (v. fs. 384/395, 527/529, 572/574, 696/714 ?hechos acreditados? y ?valoración de los hechos y cargos formulados?; y fs. 736/739 vta.). A igual conclusión corresponde arribar respecto de la queja referente a que la investigación se habría efectuado a partir de datos correspondientes al 1° de marzo de 2005. Sobre el particular, si bien es cierto que de las planillas acompañadas se desprende que el análisis del área de monitoreo se efectuó desde esa fecha y que tal información habría sido erróneamente considerada al dictar la resolución 17219 -por medio de la que se inició el sumario-, no lo es menos que ello no incidió en el examen final de los hechos que efectuó la CNV al dictar el acto cuestionado, toda vez que tales datos no resultaron de relevancia para tener

por probada la conducta de marcación de precios sancionada (v. fs. 43/60, 205, 515/574, 635/648 y 705/714). En efecto, aquél se fundó en que se encontraba fehacientemente acreditado que el agente había operado en numerosas ocasiones sobre el cierre de la jornada bursátil marcando el precio de cierre de las acciones DGCU2 y GBAN así como también que, al mismo tiempo, poseía una considerable cantidad de cauciones bursátiles garantizadas con tales especies, y que, con su accionar, se había garantizado no tener que reponer márgenes diarios (v. fs. 529, 635/639 y 696/714).

16) Que, sin perjuicio de ello, cabe reiterar que las facultades sancionatorias de la CNV derivan del poder de policía del Estado, en tanto persigue prevenir y restaurar la violación de la ley de oferta pública de títulos valores y sus reglamentaciones, indispensables para lograr un ordenado, eficaz y transparente desenvolvimiento del mercado bursátil (Fallos 324:3083 y Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala B, in re "Comercial del Plata s/ oscilaciones en su precio s/ denuncia", sent. del 21/12/06, entre otros). Por tal motivo, se ha dicho que resulta inconducente determinar si se produjo o no daño toda vez que en el ámbito del control estatal lo que interesa es el correcto cumplimiento de las obligaciones que ha sido impuestas al sujeto responsable en función del interés general en aras del cual han sido instituidas, en la especie, vinculando a la tutela del ahorro público. La existencia de daño constituye un presupuesto de la responsabilidad civil, no así de la responsabilidad administrativa, para la cual la infracción es el incumplimiento de un deber que generó riesgo, desconectado en principio de sus consecuencias (cfr. Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala C, in re "Comisión Nacional de Valores c/ Ratto-Humphreys calificadora de riesgo S.A.", sent. del 12/9/03). Ello así, "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. Sala III, in re "Pérez Álvarez, Mario A. c/ Resol. 402/83 BCRA", 04/07/86; y esta Sala, in re "Ruiz Antonio y otros c/ BCRA-resol 2/07 - (expte 100351/04 sum fin 1112)", sent. del 15/11/11, y "Romero Díaz José Ignacio", sent. del 30/8/12; entre otros). Por consiguiente, no importa la entidad de la infracción cometida ni de los posibles beneficios obtenidos o perjuicios provocados puesto que el bien jurídico protegido, en el caso, es el correcto y adecuado funcionamiento del mercado de valores, en específico, de la libre formación de los precios. En este sentido, se ha dicho que aun cuando el resultado de la manipulación pueda no otorgar un beneficio económico a quien la ejerza, es el mercado respectivo el que ya se encuentra perjudicado por este tipo de maniobras al dañarse la confianza colectiva en el mecanismo de formación de precios (cfr. Bianchi, Roberto, "Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública", ed. Zavalía, Bs. As., 1993, pág. 81).

17) Que, no obstante, cabe destacar 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 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. esta Sala in re "Gaggio Carlos Horacio (TF 21.393-I) c/D.G.I.", sentencia del 27/12/2007, entre otras). Sin embargo, el apelante no demostró, con relación a las irregularidades observadas, que hubiese existido circunstancia alguna que justifique eximirlo de responsabilidad por las infracciones verificadas. Al respecto, es dable advertir que 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 art. 902 del Código Civil, según la cual "[c]uando 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" (conf. esta Sala, expte. N 18.292/2001, "Vaisberg", sent. del 21/5/13). Una directiva semejante surge del art. 1725, párrafo primero, del nuevo Código Civil y Comercial de la Nación, vigente a la fecha. En este sentido, no puede soslayarse que fue el propio Sr. Fernández quien, en su descargo, se definió como una persona de "importante patrimonio y reconocida solvencia profesional en el mercado, lo que le valió ser designado presidente de una importante entidad financiera y en su oportunidad secretario de la Asociación de la Banca Minorista, directo y luego vicepresidente del Mercado Abierto Electrónico durante varios años".

18) Que, a mayor abundamiento, también es necesario recordar que es precisamente en actividades intensamente reguladas, como es la involucrada en autos, que corresponde a la autoridad administrativa ejercer con especial celo las potestades de verificación, control y sancionatoria que tiene a su cargo (conf., esta Sala, Expte. N° 30.330/2012 "Caja de Crédito Cuenca COOP LTDA y otros c/ BCRA-resol 209/12 (expte. 11276/04 SUM FIN 1163)", 31/03/15).

19) Que, por lo hasta aquí expuesto, las infracciones que justificaron el dictado de la resolución cuestionada se encuentran debidamente acreditadas. Y, por su parte, el recurrente no ha logrado demostrar la existencia de arbitrariedad o ilegalidad que justifique apartarse de las conclusiones a las que arribó la CNV, razón por la que corresponde desestimar su queja y confirmar la resolución impugnada. En este sentido, cabe recordar que las apelaciones de las decisiones mediante las que se imponen sanciones suponen la existencia de un acto administrativo dictado por la autoridad que, como principio, goza de presunción de legitimidad (conf. ley 19.549, art. 12), motivo por el cual su invalidez, como regla, debe ser

alegada y probada por quien la invoca, carga con la que la actora no cumplió. Al respecto, tiene reiteradamente dicho este Tribunal, con base en la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia de la Nación (Fallos 328:53), que en materia de prueba "...las exigencias derivadas del artículo 377 del Código Procesal Civil y Comercial deben ser interpretadas en armonía con la presunción de legitimidad del acto administrativo..., ?a fin de que el Estado no termine obligado a demostrar, en cada caso, la veracidad de los hechos en los que se asienta, cuando, por el contrario, es el interesado el que debe alegar y probar su nulidad en juicio (Fallos: 218:312; 3824 y 372; 294:69)'...? (Conf. ?Matarasso Export SRL c/EN?, sent. del 11/12/07; ?Interbaires S.A. (TF 15.828-I) contra D.G.I.?, sent. del 19/2/09; ?Comercio Internacional SA c/ AFIP?, sent. del 30/03/10; ?Tatarsky Alberto Horacio c/ BCRA - Resol 69/09 (expte. 102058/87 sum fin 779)?, sent. del 27/12/11; ?Romero Díaz José Ignacio C/ BCRA - RESOL 252/00 (expte 1000016/96 sum fin 866)?, sent. del 30/8/12; asimismo, en términos semejantes, conf. expte. N° 154.843/2003, ?Vaisberg Horacio Adrián y otros c/ BCRA -Resol 531/01 (expte 100570/97 Sum Fin 944)?, sent. del 8/2/11, consid. VIII; Exte. N 18.292/2001, ?Vaisberg Horacio Adrián y otros...?, cit.). 20) Que, con relación a la desproporción de la sanción, 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. esta Sala in re ?INSSJP c/ Superintendencia Servicios de Salud s/ Obras Sociales- ley 23661- art 45?, sent. del 3/2/15; ?Carfi SA c/ SEDRONAR s/ Registro Nacional de Precursores Químicos - ley 26045- art 16?, sent. del 14/4/15; ?Jorge Luis Rebagliati SRL y otro c/ PNA -DISP 76/08 (EXPTE B-9828/06)?, sentencia del 2/11/10; y ?OSBA c/ SSS - Resol 1497/10 (expte. 130808/08)", sentencia del 7/6/11, entre otras). Por consiguiente, toda vez que no se trasluce un exceso de los límites legales estipulados en el entonces vigente art. 10 de la ley 17.811, en el que los montos previstos para las multas oscilaban entre los mil pesos (\$1000) y el millón quinientos mil pesos (\$1.500.000), ni se constata un supuesto de arbitrariedad, no corresponde a este Tribunal inmiscuirse en el ejercicio de la competencia de la CNV debiéndose confirmar la sanción impuesta. En efecto y a los fines de demostrar la gravedad de la infracción en cuestión, el organismo de control destacó el perjuicio ocasionado y la importancia de combatir conductas como la sancionada toda vez que ?dañan la confianza del público inversor y atentan contra la transparencia y desarrollo del mercado?. Asimismo, también ponderó que el actor no tenía antecedentes negativos (v. fs. 702/704 y 722/723). 21) Que, por todo lo hasta aquí expuesto, en tanto las infracciones imputadas se encuentran debidamente acreditadas y no ha sido probada circunstancias alguna que justifique eximir de culpabilidad al recurrente o reducir la multa impuesta, procede confirmar la resolución impugnada. 22) Que, por último, corresponde establecer los honorarios de quienes se desempeñó en la dirección letrada y representación de la CNV. De conformidad con lo dispuesto en los artículos 6°, 7°, 9°, 19 -por analogía con los arts. 37 y 38- y concordantes de la ley 21.839, habida cuenta de la naturaleza del juicio, la importancia de la cuestión debatida, el monto de la multa impuesta -\$ 200.000- y la calidad y eficacia de la labor desarrollada ante esta instancia (conf. contestación de traslado de fs. 789/813 vta.), corresponde regular en la suma de QUINCE MIL QUINIENTOS PESOS (\$15.500) los honorarios del abogado Ariel L. Fernandez Lang, por la dirección y patrocinio letrado de la demandada. Al respecto, cabe recordar que la Corte Suprema de Justicia de la Nación tiene dicho que el impuesto al valor agregado (IVA) integra las costas del juicio y que debería adicionarse a los honorarios, cuando el profesional acreedor revistiera la calidad de responsable inscripto en dicho tributo (Fallos 316:1533), mas no frente a aquéllos no inscriptos, ya que a su respecto no es aplicable el método de liquidación del impuesto mediante la confrontación entre el crédito y el débito fiscal (Fallos 322:523). Por los motivos expuestos, SE RESUELVE: 1) rechazar el recurso interpuesto, con costas (art. 68, primer párrafo, del C.P.C.C.N.); y 2) regular los honorarios de la dirección letrada y representación de la CNV del modo indicado en los considerando 22. Regístrese, notifíquese y devuélvase.

MARCELO DANIEL DUFFY JORGE EDUARDO MORÁN ROGELIO W. VINCENTI

011106E