



Resolución N° 11.377

"Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. s/ transferencia del paquete accionario a Nabisco"

(Comisión Nacional de Valores, 11 de julio de 1996)

BUENOS AIRES, 11 de Julio de 1996

Que el sumario instruido por expediente N° 761/94 rotulado: "ESTABLECIMIENTO MODELO TERRABUSI S.A. s/transferencia del paquete accionario a NABISCO", lo dictaminado por la Subgerencia de Coordinación Jurídica, conformidad prestada por la Gerencia de Fiscalización y Control, y

CONSIDERANDO:

Que por Resolución N° 10.974 de fecha 5.7.95, la COMISION NACIONAL DE VALORES ("CNV") instruyó sumario a los Señores: Gilberto MONTAGNA ("Montagna"), Beatriz AUGÉ de SPAGHI ("A. Spaghi"), Patricio SPAGHI ("P. Spaghi"), Esteban REPETTO ("Repetto"), Francisco PREA ("Prea"), Josefina COMOLETTI de TERRABUSI ("Comoletti de Terrabusi") y Carlos REYES TERRABUSI ("Reyes Terrabusi"), ("los sumariados"), por la presunta infracción al artículo 21 de la Resolución General N° 190 (t.o. y mod. por R.G. N° 227) ("RG 227") de las NORMAS de la CNV.

2. INTRODUCCION

Que el sumario se instruyó ante la conclusión de la investigación que dio cuenta de operaciones bursátiles de compra-venta de acciones de ESTABLECIMIENTO MODELO TERRABUSI S.A. ("TERRABUSI"), una sociedad que contaba con autorización de hacer oferta pública de sus acciones.

Que las operaciones investigadas fueron realizadas contemporáneamente con la negociación privada de la venta de su paquete accionario mayoritario a NABISCO, desde noviembre de 1993 hasta abril de 1994 (la "negociación").



Que tales operaciones bursátiles fueron efectuadas por algunos de los principales accionistas y directivos de la sociedad en beneficio propio y/o de terceros, con conocimiento de precio de la oferta de compra por su paquete de control.

Que la presente Resolución concluye un examen de tales operaciones bursátiles, a la luz de la normativa referente al uso indebido de información relevante y no pública, por parte de quienes por su posición o cargo dentro de la Sociedad tenían acceso a dicha información antes que el público inversor.

3. SUSTANCIACIÓN DE LA CAUSA

Que en legal tiempo y forma presentaron sus descargos por sí: Repetto (fs. 975/976) y por apoderado: Comoletti de Terrabusi y Prea (fs. 978/985), Reyes Terrabusi y Montagna (fs. 986/1051), P. Spaghi y A. Spaghi (fs. 1052/1092).

Que por Disposición de fecha 29.8.95 se declaró abierto el período de prueba del sumario (fs. 1123/1125), en cuyo transcurso se agregó al expediente:

a) Prueba documental: Copias de notas, certificado médico, publicaciones periodísticas y acta de directorio de TERRABUSI de fecha 6.12.93 (fs. 948/985, 1011/1051 y 1073/1092),

b) Prueba testimonial: Declaración de los Señores. Carlos RAIMUNDEZ ("Raimúndez"), Agente de Bolsa Nº 187 (fs. 1139/1140), Domingo GARCÍA ("D. García"), Jefe de División Contaduría de TERRABUSI (fs. 1141/1142), Nicanor GARCÍA ("N. García"), Gerente Administrativo de TERRABUSI, (fs. 1143/1145), y del Ing. José PARGMAN ("Pargman"), uno de los negociadores por NABISCO (fs. 1155).

Que por Disposición de fecha 27.9.95 se clausuró el período de prueba. Con posterioridad, presentaron alegatos por apoderado: Comoletti de Terrabusi y Prea (fs. 1162), Reyes Terrabusi y Montagna (fs. 1167/77), P. Spaghi y A. Spaghi (fs. 1178/1181).

4. SUJETOS

4.1. Sociedades Relacionadas



Que NABISCO INTERNATIONAL INC. es una sociedad constituida bajo las leyes de los Estados Unidos de América y NABISCO INVESTMENT S.A. es una sociedad constituida bajo las leyes de la República Argentina ("NABISCO" en ambos casos).

Que TERRA GARBA S.A.C.A.I.F. ("TERRA GARBA") es una sociedad constituida bajo las leyes de la República Argentina y, durante la negociación aquí analizada, accionista de TERRABUSI en aproximadamente un 6,54% de su capital social (Acta Nº 810, Boletín de la BCBA del 15.4.94, Pág. 30).

4.2. Los Sumariados

Que durante el período sub-examine, los sumariados investían las siguientes posiciones y parentescos:

- a) Reyes Terrabusi: Presidente de TERRABUSI. Vicepresidente de TERRA GARBA (fs. 1213). En TERRABUSI desde 1973, ocupando diversos cargos. Primo de Montagna y de A. Spaghi. Titular de aproximadamente el 38% de las acciones de TERRABUSI.
- b) Montagna: Vicepresidente 2do. de TERRABUSI y miembro de su Dirección General Ejecutiva. Secretario de TERRA GARBA. En TERRABUSI desde 1962 (fs. 906). Primo de A. Spaghi. Titular de aproximadamente el 4,56% de las acciones de TERRABUSI.
- c) A. Spaghi: Directora Titular de TERRABUSI y de TERRA GARBA. Titular de aproximadamente el 7,65% de las acciones de TERRABUSI. Prima de Reyes Terrabusi y Montagna.
- d) P. Spaghi: Director Suplente y Director del Área de Relaciones Industriales e Institucionales (nivel inmediato inferior a la Dirección General Ejecutiva, conforme el Organigrama de TERRABUSI a fs. 469). En TERRABUSI desde 1976 (fs. 574). Hijo de A. Spaghi.
- e) Repetto: Director Suplente y Director del Área Administrativa (nivel inmediato inferior a la Dirección General Ejecutiva) de TERRABUSI. En TERRABUSI durante más de 50 años (fs. 908).



f) Prea: Vicepresidente 1ro. de TERRABUSI y miembro de su Dirección General Ejecutiva. Director Titular de TERRA GARBA. Yerno y apoderado de Comoletti de Terrabusi (fs. 911). Titular de aproximadamente el 2,60% de las acciones de TERRABUSI.

g) Comoletti de Terrabusi: Accionista de TERRABUSI. Suegra de Prea y tía de Reyes Terrabusi, Montagna y A. Spaghi (fs. 980). Titular de aproximadamente el 3,62% de las acciones de TERRABUSI.

5. RESUMEN DEL CASO

Que dada la complejidad del caso, es oportuno efectuar una breve reseña de los principales aspectos a tener en cuenta para su mejor entendimiento.

Que durante la negociación de la venta del paquete accionario mayoritario de TERRABUSI a NABISCO, algunos de los accionistas que conformaban el grupo de control y ejecutivos de TERRABUSI operaron en el mercado acciones de la sociedad, obteniendo ventajas económicas para sí o para terceros.

Que dichas negociaciones se efectuaron con conocimiento de información relevante y no pública, es decir, el precio por acción ofrecido por NABISCO.

Que hacia fines de 1993 Reyes Terrabusi y Montagna iniciaron negociaciones con NABISCO para la venta del paquete de control de TERRABUSI (fs. 472/474).

Que en los primeros días de diciembre de 1993 las partes suscribieron un Acuerdo de Entendimiento sobre el precio y la cantidad de acciones a vender, fijando un plazo dentro del cual se completaría la transferencia del paquete accionario.

Que el precio inicial acordado de \$5,80 por acción (equivalente a U\$S 207 millones de dólares) nunca fue divulgado públicamente.

Que durante el transcurso del plazo fijado y con conocimiento del precio ofrecido por NABISCO, ciertos sumariados vendieron y recompraron acciones de TERRABUSI en el Mercado de Valores de Buenos Aires.



Que inicialmente dichos sumariados vendieron acciones de TERRABUSI cuando el precio en el mercado superaba los \$5,80 ofrecidos por NABISCO, para luego recomprar cuando el papel de TERRABUSI cotizaba por debajo de los \$5,80 por acción.

Que en marzo de 1994, luego de avanzadas las tratativas, las partes acordaron un precio final de \$6,50 por acción para la transferencia del paquete de control.

Que la transacción se cerró eventualmente a tal precio acordado de \$6,50 por acción, el que tampoco fue divulgado públicamente en ese momento.

Que conociendo este precio final, los sumariados efectuaron sus recompras a precios inclusive superiores a \$5,80, pero siempre por debajo de los \$6,50 que pagó NABISCO.

Que al operar los sumariados en el Mercado de Valores de Buenos Aires con conocimiento de información relevante y no pública (los precios ofrecidos por NABISCO), obtuvieron una injusta ventaja respecto del público inversor.

Que tal conducta se encuentra tipificada y prohibida por el Art. 21 de la RG 227.

6. NORMATIVA DE PROTECCION AL PÚBLICO INVERSOR

Que visto lo dispuesto en el artículo 80 del Decreto 2.284 del 31.10.91 ratificado por Ley 24.307, con fecha 26.12.91 la CNV promulgó la RG 190.

Que a partir de la RG 190, numerosas entidades vinculadas a los quehaceres de los mercados de capitales remitieron sugerencias a ésta CNV, tendientes a perfeccionar esa normativa en materia de transparencia en defensa del público inversor, lo que llevó al dictado de las RG 202, 204, 219 y 227.

Que con fecha 21.1.93 la CNV promulgó la RG 227.

6.1. Qué es el "Insider Trading"

Que el "insider trading" es la negociación de títulos valores de una sociedad con oferta pública por parte de ciertas personas que se valen de información



Información Relevante y no pública obteniendo utilidades a costas de los restantes inversores del mercado, que no conocen tal información (en adelante "insider trading", literalmente: negociación bursátil de títulos de una empresa por quienes están dentro de ella, o por los que están relacionados con éstos.)

Que revisten la calidad de "insiders" los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes, profesionales intervinientes y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo, actividad, posición o relación tenga información relevante y no pública respecto de una sociedad con oferta pública.

Que en el caso sub-examine ciertos inversores (los sumariados) operaron en el mercado en posesión de Información Relevante y no pública.

6.2. Por qué es Nocivo el "Insider Trading"

Que la información relevante y no pública pone en clara ventaja al que la posee, en desmedro de los restantes participantes en el mercado.

Que esta ventaja puede beneficiar económicamente al que la utiliza, en perjuicio del público inversor, restándole transparencia y equidad a los mercados de capitales.

Que tal perjuicio daña la confianza de los inversores, interfiriendo así con el propósito de los mercados de capitales, que es la canalización del ahorro público hacia el sector productivo de la economía.

6.3. La Información Relevante

6.3.1. Definición

Que Información Relevante es "todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación o negociación de los títulos valores de una sociedad con oferta pública autorizada" (Art. 2º, RG 227).



Que cuando la Información Relevante no es pública, es susceptible de aprovechamiento, otorgándole a quien la posee una situación objetiva de ventaja respecto del público inversor que no la posee.

6.3.2. Deber de Publicar

Que "los administradores de entidades emisoras que realicen oferta pública de títulos valores y los integrantes de su órgano de fiscalización deberán informar inmediatamente a la Comisión Nacional de Valores" la Información Relevante (Art. 2º, RG 227).

Que dichos sujetos deben cursar similar comunicación a las entidades autorreguladas en las que coticen sus títulos valores, la que deberá ser publicada de inmediato en sus boletines de información o en cualquier otro medio que garantice su amplia difusión (Art. 4º, RG 227).

6.3.3. Deber de Guardar Reserva

Que cuando los "insiders" acceden a la Información Relevante y no pública automáticamente se encuentran obligados a mantener estricta reserva de la misma (Art. 11º, RG 227).

6.3.4. Prohibición de Utilización

Que al poseer Información Relevante y no pública, el "insider" se encuentra en situación de clara ventaja respecto de los demás inversores cuando opera en el mercado.

Que por ello los directores, administradores, gerentes y accionistas controlantes "no podrán valerse de Información [Relevante] a fin de obtener para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de títulos valores o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública" (Art. 21º, RG 227).

Que en consecuencia, los "insiders" únicamente pueden operar en beneficio propio y/o de terceros con Información Relevante, cuando la misma haya sido informada al, y publicada por, el ente autorregulado en el cual se negocian sus títulos valores,



momento en el cual la totalidad del público inversor se encuentra en paridad de condiciones con los "insiders".

7. COMPETENCIA DE LA CNV

7.1. Alegato de la Defensa

Que los sumariados alegan la nulidad del procedimiento sumarial, en razón de la presunta incompetencia de la CNV para dictar la RG 227 y, en particular, para definir por esa vía una conducta infractoria (Art. 21º, id), tarea que, en su opinión, requiere una ley del Congreso por encontrarse en la órbita del derecho penal, y que lesiona el principio de legalidad. Así se procede, por la incidencia de tal defensa, ya que de prosperar tornaría innecesario el examen del cargo formulado.

7.2. Facultades Reglamentarias de la CNV

Que las facultades reglamentarias delegadas por la Ley 17.811 en la CNV, resultaron de un exhaustivo estudio previo en el que privó el criterio de que fuera la CNV quien tuviera tales facultades. Ello, se concluyó entonces, se compadecía con la ejecutividad que debe existir en esta materia de la oferta pública, en la que es necesario modificar frecuentemente criterios y reaccionar con rapidez ante las cambiantes situaciones que se presentan en este sector de la economía (conf. Urdapilleta Comentarios...).

Que en el inicio de la vigencia de la Ley 17.811 y del control judicial de su aplicación en

caso de sanciones, la Excma. Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, (ante planteos similares en cuanto a que los hechos imputados no encontraban encuadramiento en esta ley, particularmente en los arts. 6º y 10º, id.) destacó que la CNV debe vigilar la observancia, no sólo de la ley de oferta pública sino también, entre otras normas legales, del Código de Comercio y de lo atinente a la organización y funcionamiento de las sociedades comerciales que se encuentren bajo su contralor, y que esas normas legales también se encuentran alcanzadas en



la mención del art. 10º, ley citada (in re: "Flaiban S.A. s/Sumario", CNCom., Sala B, 30.10.70).

Que las regulaciones inicialmente dictadas por la CNV en ejercicio de las facultades mencionadas, contemplaron normas sobre información periódica e información ocasional que deben comunicar las personas y entidades en la oferta pública, y sobre prácticas consideradas violatorias de la ley (Normas CNV, t.o. 1971 y t.o. 1987). La doctrina y la jurisprudencia no consideraron que estas normas resultaran extrañas al ámbito de la oferta pública.

Que la doctrina especializada, en el caso de utilización de información relevante y no pública, destacó la insuficiencia de las Normas de la CNV (T.O. 1987), y aún de la Ley de Sociedades Comerciales. Esta última se la entendió limitada al plano de la relación contractual (frente a la sociedad, sus socios y terceros) sustentada en los conceptos de deslealtad y mal desempeño (arts. 59, 274 y sig. de la Ley cit.) y que, por tanto, atendía solo indirectamente el interés del Mercado. Por ello fue que subrayó la necesidad de dictar una reglamentación particular para alcanzar y resguardar una mayor transparencia en ellas.

Que tal necesidad fue recogida por la ley de Emergencia Económica Nº 23.697 al facultar al Poder Ejecutivo Nacional a dictar las normas necesarias para afianzar el funcionamiento del mercado de capitales. Luego, el Decreto de Desregulación Económica Nº 2284/91 (ratificado por Ley 24.307), como parte de un marco general de libertad económica y aliento a las inversiones, encomendó a la CNV que (i) estableciera "los requisitos de información a que deberán sujetarse..." las personas y entidades que intervienen en la oferta pública, y (ii) reglamentara "...las restricciones aplicables al uso de información por parte de aquellas personas que posean información material y no pública de las sociedades emisoras, en la transacción de sus títulos valores (art. 80, id.).

Que la RG 227 de esta Comisión responde a dos objetivos principales: (i) asegurar que el mercado de títulos valores se halle libre de toda práctica o actividad que dañe la confianza en el funcionamiento del mercado y atente contra la transparencia y equidad de su operatoria, y (ii) evitar que los inversores sufran perjuicios provenientes, *inter alia*, del uso indebido de información reservada.



7.3. Facultades Sancionatorias de la CNV

Que, en cuanto a la alegada violación de principios constitucionales, en primer lugar debe recordarse que caracterizada doctrina ha señalado que las sanciones jurídicas pueden ser civiles, penales, laborales o administrativas, según la naturaleza de la infracción y del bien tutelado considerándose, con marcada uniformidad, a estas últimas actos de naturaleza administrativa, carácter que no varía por la posible y eventual intervención posterior de un tribunal de justicia. Se han distinguido las sanciones disciplinarias de las contravencionales, reconociéndose que, frente a un único acto o hecho y por sus plurales manifestaciones, puede haber concurrencia de sanciones administrativas entre sí, o con sanciones judiciales y aún simultánea aplicación de sanciones principales y accesorias por una única autoridad administrativa (conf., Dromi, "El Acto Administrativo", Ed. Inst. de Estud. de Adm. Local, Madrid, 1985, Pág. 193/98).

Que las sanciones del derecho penal disciplinario constituyen penas de orden, son derivación de la potestad disciplinaria del Estado y del ejercicio de un poder de supremacía sobre personas sometidas a un régimen de sujeción, de orden jerárquico, profesional, de servicio, etc. necesario para el desarrollo correcto de actividades de carácter público que requieren orden y susceptibles de ser aplicadas por organismos que actúan por delegación, pudiendo la subordinación ser ocasional, permanente o temporal, consensual o no, jerárquica o no, aún la sola situación de presencia en el ámbito del ejercicio material de la función pública (Vera Barros, El Derecho Penal Disciplinario, Sus Características..., Inst. de D. Penal Fac. de D. y C. Sociales de Córdoba).

Que, de modo concordante, la Excma. Corte Suprema de Justicia de la Nación ("CSJN") ha señalado que "...distintos órganos administrativos e incluso ciertas instituciones que no forman parte strictu-sensu de la administración, se hallan investidas de la facultad de aplicar medidas disciplinarias a personas que se encuentran respecto de ellas en una situación de sujeción particular, distinta del vínculo que liga a todos los habitantes del territorio del Estado. Esta subordinación es en la mayoría de los casos jerárquica, pero también puede encontrar su origen entre otras hipótesis en el desempeño de una profesión o actividad cuyo ejercicio requiere licencia de la autoridad y se encuentra reglada por ésta" (dict. Proc. en Fallos 251-347). Más recientemente, la CSJN ha establecido que "las relaciones



jurídicas entre el Banco Central y las entidades financieras sujetas a su fiscalización se desenvuelven en el ámbito del derecho administrativo y esa situación particular es diversa al vínculo que liga a todos los habitantes del territorio del Estado (CSJN, 10.2.87, "Cambios Teletour S.A. c/Banco Central de la R.A."; CSJN, 19.11.81, "Bco. Río Negro y Neuquen S.A. c/Res. 432 B.C.R.A.", ED 97-813).

Que, consecuente con la distinción esbozada, la CSJN ha decidido reiteradamente que "las sanciones que el Banco Central puede aplicar de acuerdo al Art. 32º de la Ley de Bancos tienen carácter disciplinario y no participan de la naturaleza de las medidas represivas del Código Penal (CSJN, 7.11.69, "Bco. Israelita del Río de la Plata", ED 29-552; en igual sentido, CNFed. Sala Cont. Adm. Sala II, 18.11.76, "Bco. Tornquist S.A." y Sala I, 5.10.70, "Buata, Alfredo y otros c/Bco. Central de la R.A."). También se ha afirmado que "las correcciones disciplinarias no importan el ejercicio de la jurisdicción criminal propiamente dicho, ni el poder ordinario de imponer penas" (CSJN, "Pandelo v. Inst. Adscripto Echeverría", Fallos 239:267, entre otros). Las caracterizaciones descriptas también corresponden a los procedimientos sumariales seguidos por la CNV.

Que identificado este ejercicio de la facultad sancionatoria como potestad disciplinaria (a ello hace mención además la Exposición de Motivos de la ley 17.811, Cap. I Nº 6) y correctora externa, y caracterizada la pena como de orden, esto contribuye a clarificar tanto los principios en que se sustenta, como en las características de su procedimiento.

Que precisamente la utilidad de la diferenciación del Derecho Penal común que se ha desarrollado precedentemente, es la de destacar distinta aplicabilidad de las garantías de que está revestida la sanción en el derecho administrativo.

Que la aplicación del principio de legalidad presenta una particular flexibilización, la multiplicidad de modos y la variabilidad de circunstancias en que puede transgredirse el orden, hacen sencillamente imposible la minuciosa previsión y tipificación de las infracciones que la estricta aplicación del principio exigiría, estando dada esa flexibilización entonces, tanto porque la ley se remite a otras disposiciones legales, reglamentos u ordenanzas, o porque establece tipificaciones genéricas de conductas debidas que pueden ser completadas por disposiciones reglamentarias, teniendo competencia la autoridad administrativa para



especificarlas o calificarlas, y sancionarlas conforme, eso sí, a penas que estén previamente determinadas en la ley (conf. C.N.F., Sala I Cont. Adm., Expreso Singer, 28.9.84 y sus citas nº 9397, 15.5.86, SINGER SAT s/Apelación; C.N.Com., Sala D., 07.02.86 Laborat. Alex S.A. v. CNV, entre otros).

Que en cuanto a la inaplicabilidad del principio "non bis in ídem", precisamente la concurrencia de la sanción disciplinaria con la pena que posee carácter criminal, confirma su ubicación fuera de la órbita del derecho punitivo (conf. Vera Barros op. cit. Pág. 125).

Que también en materia de prescripción se destacan matices diferenciales que marcan su no interdependencia; la sanción puede aplicarse no obstante haber prescrito la acción penal, sin olvidar que también puede serlo sin esperar resolución judicial penal y no obstante el sobreseimiento dictado en aquella sede, al que no queda vinculado (conf. C.N.F. Cont. Adm. Sala II 23.10.80, in re Yankelevich, ED 93-352).

Que en el recordado voto de Halperín en el caso Flaiban (C.N.Com Sala B - 30.10.70) se puso de manifiesto que la exigencia de conducta dolosa se explica y justifica en la norma penal, más que en el ámbito de la policía societaria; en la atribución de responsabilidad por incumplimientos funcionales la culpa es suficiente para la sanción, y que esta es diversa de la prevista en el Código Penal y ajena al requisito del dolo, ya que de lo contrario no tendría justificativo la salvedad de las acciones penales contenida en el art. 10 de la ley de oferta pública que podrían subsumirlas si existiera identidad de recaudos y funciones.

7.4. Desestimación de la Nulidad de Competencia

Que lo expuesto indica: (i) La competencia de la CNV que, toda vez que la posee, no necesita de otras afirmaciones que las necesarias para demostrar la sinrazón de la defensa; (ii) que se encuentran suficientemente resguardados los extremos del encuadre legal de la infracción que sancionará la CNV, así como también la verificación de la suficiencia de la determinación legal de la pena.

Que lo anterior denota una actuación legítima sin agravio del principio constitucional de legalidad, razón por la que se desestiman estas defensas.



8. HECHOS

8.1. Negociaciones con Nabisco

8.1.1. Negociaciones Previas

Que, como se mencionara anteriormente, hacia fines de 1993 se llevaron a cabo reuniones en Buenos Aires entre Reyes Terrabusi y Montagna y representantes de NABISCO con el objeto de negociar la transferencia del paquete de control de TERRABUSI.

8.1.2. El Acuerdo de Entendimiento

Que por medio de una carta (el "Acuerdo de Entendimiento") de fecha 10.11.93, H.F. Powell ("Powell"), Vice Presidente de NABISCO, confirma a Reyes Terrabusi y Montagna la intención de NABISCO de comprar hasta el 71,16% de las acciones clase A y B de TERRABUSI a \$5,80 por acción, equivalente a U\$S 207 millones de dólares.

Que el Acuerdo de Entendimiento fijaba hasta el 28.2.94 para completar la transferencia, plazo que fue prorrogado sucesivamente hasta el cierre de la transacción (fs. 477/479).

Que con fecha 3.12.93 Reyes Terrabusi y Montagna suscriben el Acuerdo de Entendimiento confirmando a NABISCO su intención de vender el 53,93% de las acciones de TERRABUSI a \$5,80 por acción (fs. 479).

Que dicho porcentaje se encontraba integrado por las tenencias de Reyes Terrabusi y Montagna (con aproximadamente el 42,56%), TERRA GARBA el 6,54% (Acta de Directorio N° 810, Boletín de la BCBA del 15.4.94, Pág. 30) y otros accionistas el 4,80%, cuya titularidad surge del Acta de Directorio de TERRABUSI del 6.12.93 (fs. 1208 y 1021).

Que asimismo surge de la referida Acta de Directorio que el restante 17,24% del capital de la Sociedad (adicional al 53,93%) estaba integrado por las tenencias de A. Spaghi, Prea, Comoletti de Terrabusi, Repetto y otros.



Que la venta de este 17,24% (el "capital social adicional"), se encontraba condicionada a la conformidad de sus titulares (fs. 477).

Que toda la operación se encontraba sujeta a las siguientes cláusulas:

- a) al acuerdo y firma por las partes de un contrato de compraventa de acciones mutuamente aceptable;
- b) al análisis por NABISCO y sus asesores, de toda información que se estime necesaria, dentro de los sesenta días de vigencia del Acuerdo de Entendimiento, para determinar la situación financiera de TERRABUSI y confirmar la valuación de las acciones;
- c) a la garantía por parte de los vendedores de que el patrimonio neto de TERRABUSI no fuere inferior a la suma expresada en el Acuerdo de Entendimiento (la "garantía");
- d) al compromiso de no competencia por determinados productos por un cierto plazo;
- e) a que la firma del contrato tendría lugar entre la fecha de vigencia (09.12.93) y la de cierre (28.2.94) del Acuerdo de Entendimiento;
- f) a que los vendedores no negociarían directa o indirectamente, ni inducirían a terceros o mantendrían conversaciones relacionadas con la venta de acciones de TERRABUSI con terceros;
- g) a que NABISCO no divulgaría ni total ni parcialmente la "Información Relevante" (según se la define en la misma carta) a terceros, excepto cuando fuere requerido por la ley o regulaciones o cuando fuere convenido por las partes;
- h) a que ninguna de las partes revelaría a terceros el contenido del Acuerdo de Entendimiento o las negociaciones existentes entre ellos.

8.1.3. Vigencia del Acuerdo de Entendimiento



Que el 6.12.93 se reunió el Directorio de TERRABUSI y se informó la recepción y aceptación de la carta de NABISCO.

Que el 9.12.93 entró en vigencia el Acuerdo de Entendimiento, comenzando a auditar DELOITTE & TOUCHE a TERRABUSI (fs.472).

8.1.4. Renegociación del Precio Acordado

Que el 2.2.94 Reyes Terrabusi envió una carta a NABISCO, donde expresó su disconformidad con el borrador de la propuesta preparado por NABISCO para la compra-venta del paquete de control de TERRABUSI, alegando que sus términos no coincidían con los entendimientos básicos que se habían considerado al conformar el Acuerdo de Entendimiento (fs. 1023).

Que Powell de NABISCO y Reyes Terrabusi se reunieron durante la semana del 7.2.94 en Buenos Aires, manifestando este último (según Powell) su disconformidad con el precio de \$5,80 por acción previamente acordado (fs. 1025/1026 y 1202).

Que con fecha 17.2.94, NABISCO manifiesta su sorpresa con dicha disconformidad y reconfirma los términos originales del Acuerdo de Entendimiento (fs. 1025).

Que las partes resolvieron sus diferencias respecto del precio, restando resolver un problema que surgió con posterioridad respecto de la integración de la garantía exigida por NABISCO en el Acuerdo de Entendimiento, puesto que "se había llegado a un acuerdo sobre el contrato y el precio de venta" (fs. 909).

8.1.5. El Problema de la Garantía

Que tras haber acordado previamente un precio de venta en el Acuerdo de Entendimiento, Reyes Terrabusi manifestó su oposición a integrar la Garantía exigida por NABISCO en el Acuerdo de Entendimiento, puesto que consideraba que lo "afectaba moralmente" (fs. 909).

8.1.6. Interrupción en las Negociaciones



Que la oposición de Reyes Terrabusi a integrar dicha Garantía llevó a la interrupción total del diálogo entre las partes el 20.3.94, según los descargos de Montagna y Reyes Terrabusi (fs. 1003).

8.1.7. Consulta a los Accionistas

Que ante la ruptura de las negociaciones, Montagna convocó a los accionistas involucrados en el Acuerdo de Entendimiento, los impuso de la situación planteada, les comunicó el precio y demás condiciones proyectadas de la operación y todos aceptaron integrar el depósito de garantía (fs. 1003/1004).

8.1.8. Reanudación de las Negociaciones

Que el 25.3.94 antes de las 11:20 hs. Reyes Terrabusi informa al Directorio de TERRABUSI "que las negociaciones con la firma NABISCO INTERNATIONAL, INC., enmarcadas en una evolución favorable, permiten estimar una posible conclusión satisfactoria para antes del 30 de abril próximo" (Acta N° 1561 del 25.3.94 a fs. 463).

8.1.8.1. Retraso en la Comunicación a la Bolsa de Comercio

Que recién a las 16:25 hs. del 28.3.94 la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ("BCBA") recibe de TERRABUSI copia de la referida Acta de Directorio del 25.3.94 (fs. 28).

Que al haberse atrasado dos ruedas bursátiles (del 25 y 28.3.94) en comunicar el acta referida, la BCBA solicitó las explicaciones del caso, contestando TERRABUSI que "por inconvenientes insalvables el funcionario que la portaba se vio demorado en su llegada" a la BCBA (fs. 29).

8.1.9. Cierre de las Negociaciones

Que el 11.4.94, el Directorio de TERRA GARBA (integrado entre otros, por Reyes Terrabusi, Montagna, Prea y A. Spaghi) aprobó por unanimidad la venta de aproximadamente el 6,54% de las acciones de TERRABUSI de su propiedad, a \$6,50 por acción (Acta N° 810, Boletín Diario de la BCBA del 15.4.94, Pág. 30).



Que el 14.4.94 NABISCO y TERRABUSI firmaron el contrato de compra-venta de acciones (fs. 480/548).

8.2. Operaciones Bursátiles de los Sumariados

Que a continuación se describirán las operaciones bursátiles efectuadas por los sumariados en la especie TERRABUSI simultáneamente con la negociación privada de la venta del paquete accionario a NABISCO.

Que hasta el 24.1.94 inclusive, la cotización bursátil de la acción de TERRABUSI se mantuvo por debajo de \$5,80 (fs. 894).

Que desde noviembre de 1993 hasta el 24.1.94 los sumariados no operaron, con excepción del canje a igual precio de un total de 18.336 acciones de 1 voto c/u por acciones de 5 votos c/u por Reyes Terrabusi.

Que A. Spaghi, Reyes Terrabusi y Repetto realizaron un total de 303, 18 y 13 operaciones bursátiles, respectivamente.

8.2.1. Ventas a Precios Superiores a \$5,80

Que desde el 25.1.94 hasta el 23.2.94 inclusive, con excepción del 11, 14 y 15.2.94, la especie TERRABUSI registró precios de cierre superiores a \$5,80 por acción (fs. 894).

Que en este período A. Spaghi, Comoletti de Terrabusi y Repetto vendieron 907.580, 33.424 y 40.000 acciones, por \$5.651.158, \$207.229 y \$251.036, a precios promedio de \$6,2266, \$6,2000 y \$6,2759 por acción, respectivamente (fs. 1196, 1192 y 1190).

Que en tres ocasiones las ventas efectuadas por A. Spaghi representaron aproximadamente el 70% del volumen diario operado en TERRABUSI (fs. 894/896).

8.2.2. Compras a Precios Inferiores a \$5,80

Que desde el 24.2.94 hasta el 15.3.94, la especie TERRABUSI nuevamente registró precios de cierre inferiores a \$5,80 por acción (fs. 894).



Que en este período A. Spaghi compró 401.476 acciones por \$2.132.106 a un precio promedio de 5,3107 (fs. 1196).

Que esas compras promediaron el 40% del volumen total operado en el mercado en los días en que fueron efectuadas (fs. 894/896).

8.2.3. Compras a Precios Superiores a \$5,80

Que desde el 16.3.94 hasta el 29.3.94 inclusive, con excepción del 21 y 22.3.94, la especie TERRABUSI registró precios de cierre superiores a \$5,80 por acción (fs. 894).

Que en este período A. Spaghi, Comoletti de Terrabusi y Repetto compraron 226.216, 33.424 y 20.000 acciones, por \$1.371.647, \$195.992 y \$113.993 a precios promedio de \$6,0634, \$5,8638 y \$5,6996 por acción, respectivamente (fs. 1196, 1192 y 1191).

Que cabe destacar que esas compras promediaron el 37% del volumen total operado en el mercado en los días en que fueron efectuadas (fs. 894/896).

8.3. Vínculos entre los Sumariados

Que las pruebas testimoniales y otros elementos reunidos en el expediente, acreditan las siguientes circunstancias:

8.3.1. Vínculos Familiares

Que A. Spaghi, Reyes Terrabusi y Montagna son primos entre sí.

Que P. Spaghi es hijo de A. Spaghi y sobrino de Montagna y de Reyes Terrabusi (fs. 908).

Que Comoletti de Terrabusi era tía política de Montagna (fs. 908), de Reyes Terrabusi y de A. Spaghi, y suegra de Prea (fs. 911).

8.3.2. Comunidad de Intereses y Relación Societaria Comercial



Que aproximadamente el 70% del capital de TERRABUSI se encontraba concentrado en descendientes de la familia fundadora (fs. 907), distribuyéndose las acciones en cuatro grupos (fs. 910/11), existiendo además relaciones de amistad entre los accionistas (fs. 576).

Que como se mencionara, entre los miembros de la familia existía un acuerdo no escrito por el cual antes de una venta de acciones por alguno de ellos, la intención de venta debía comunicarse a los restantes (fs. 577 y 910).

Que P. Spaghi tenía la oficina al lado de la de Montagna y que lo habitual era reunirse y charlar sobre "cómo marchaban las cosas" (fs. 913).

Que Repetto trabajó en TERRABUSI por más de 50 años y a pesar de no ser miembro de la familia conoció el Acuerdo de Entendimiento al día siguiente de su firma (fs. 908 y 579).

Que los seis directores titulares de TERRABUSI integraban con carácter de titulares el directorio de TERRA GARBA compuesto de siete miembros (Acta de TERRA GARBA N° 810, Boletín Diario de la BCBA del 15.4.94, Pág. 30 y Acta de Terrabusi N° 1561 del 25.3.94 a fs. 463).

8.3.3. Manejo de la Cuentas Personales

Que más allá de las relaciones de familia y amistad existentes, la confianza que recíprocamente se dispensaban los sumariados, se refleja en los criterios utilizados para el manejo de las cuentas personales de los Directores de TERRABUSI ("las cuentas personales"), tal surge especialmente del examen realizado en la cuenta de A. Spaghi.

Que el examen de la actividad de Raimúndez, como agente de bolsa de la familia, permitió comprobar que los fondos obtenidos por ventas de acciones, se pagaron mediante cheques librados a la orden de TERRABUSI. Esta última informó que los fondos fueron acreditados en las cuentas personales (fs. 573).

Que N. García y D. García, ambos empleados de TERRABUSI, señalaron en sus declaraciones la existencia de las cuentas personales en las que se contabilizaban retiros y aportes de dinero. Los comprobantes respaldatorios de los movimientos de



fondos eran firmados por los titulares de las cuentas personales, o se contaba con el visto bueno de la Dirección General, de Repetto, o de N. García, lo cual era suficiente para cumplimentarlas. Luego se emitían resúmenes mensuales de las cuentas personales, los cuales no habrían sido observados durante los aproximadamente veinte años que estuvo en práctica esa modalidad operativa (fs. 1142 y 1144).

Que los retiros de fondos de la cuenta personal de A. Spaghi durante el período investigado, fueron conformados por P. Spaghi en un 52% y por Rodríguez Cortona (empleado de TERRABUSI) en un 4% (fs. 898), resultando el 44% restante sin constancia de haber sido conformado. Al ser interrogado N. García (fs. 1144), sobre la ausencia de conformidad en las notas de débito de fs. 616/619 declaró que se ejecutaron porque estaban autorizadas por Montagna o por Repetto. Así se contabilizaba en el libro rubricado en la cuenta "Acreedores Varios" (subcuenta A. Spaghi), quedándose a la espera de que el titular respectivo firmara en conformidad (fs. 1144).

8.3.4. Pacto de Consulta

Que de acuerdo con las declaraciones de Montagna, P. Spaghi y A. Spaghi, había un pacto no escrito entre los miembros de la familia por el cual cualquiera de ellos antes de operar informaba al resto (fs. 910, 577 y 418, respectivamente).

Que según explicara Montagna, "el criterio de compra y venta era muy simple: Cada vez que la acción alcanzaba precios muy altos alguno salía a vender, y cuando bajaba, se recompraban" (fs. 910).

Que resta establecer exactamente cuál era en este caso el precio de referencia de ese "criterio de compra y venta".

9. VALORACION DE LOS HECHOS

Que relatados los hechos resta interpretarlos con el objeto de demostrar el conocimiento por parte de los sumariados de la Información Relevante y no pública, o sea de los precios de \$5,80 y \$6,50 ofrecidos por NABISCO.

9.1. Posesión de la Información Relevante y no pública



Que cabe interpretar los hechos descriptos a fin de determinar con precisión el momento en que los sumariados conocieron los precios ofrecidos por NABISCO.

Que es principio general reconocido en materia de prueba que, cuanto mayores son las dificultades derivadas de la naturaleza de los hechos para acreditar la conducta irregular, mayores deben ser las facilidades para su demostración, máxime cuando, como en éste supuesto, quienes han intervenido están ligados por vínculos familiares, de afecto, de amplia confianza y por comunidad de intereses con origen en una prolongada e ininterrumpida relación societaria comercial.

Que el aprovechamiento de la información relevante y no pública no posee una prueba característica, como podría ser el caso de los incumplimientos a requisitos formales, ya que generalmente el "insider trading" se origina en comunicaciones verbales subrepticias de una persona a otra.

Que por lo tanto las presunciones desempeñan un rol importante para acreditar la existencia del "insider trading". Se ha afirmado, que "... a diferencia de otras infracciones, el "insider trading" no posee una evidencia obvia, como un documento o un testigo visual. La evidencia circunstancial o indirecta juega un rol vital en la probanza del caso. Ambos, el acto infraccional y el requisito de estado de conciencia (conocimiento), pueden ser probados por evidencias directas o indirectas. La evidencia indirecta o circunstancial es aquella que gira en torno al caso, que lo rodea y conlleva a tenerlo por configurado, y que con determinadas coincidencias es apta para probar la infracción" ("Insider Trading: The Tangled Web", por Michael Ashe & Lynne Cousell, Fourmat Publishing, Londres, 1990, Pág. 57).

9.1.1. Conocimiento del Precio Inicial de \$5,80

Que los sumariados conocieron los términos del Acuerdo de Entendimiento, y en especial el precio ofrecido por NABISCO, según se describe a continuación.

9.1.1.1. Respecto de Reyes Terrabusi y Montagna

Que Reyes Terrabusi y Montagna en todo momento conocían el precio negociado con NABISCO, por ser ellos los firmantes del Acuerdo de Entendimiento y por



representar el paquete accionario de control de TERRABUSI durante toda la negociación.

9.1.1.2. Respecto de A. Spaghi y Prea

Que A. Spaghi declaró que tuvo conocimiento de las negociaciones de venta de TERRABUSI a NABISCO porque "...se le informó en una reunión de Directorio, [que] le parece... fue en noviembre de 1993", y que sabía el precio al que se vendería el paquete porque "en ese momento se lo habrían informado, pero que ahora no lo [sic] recuerda la oferta " (fs.417/419).

Que el 6,54% de las acciones de TERRABUSI propiedad de TERRA GARBA se encontraban incluidas en el 53,93% ofrecido a NABISCO en el Acuerdo de Entendimiento conformado el 3.12.93, y que ese 6,54% representaba \$19 millones a \$5,80 por acción.

Que además no resulta creíble que A. Spaghi y Prea, como miembros titulares del Directorio de TERRA GARBA, no hubieran conocido el precio inicial ofrecido por acción, particularmente a la luz de la significancia monetaria de dicha venta.

9.1.1.3. Respecto de los Sumariados, Colectivamente

Que P. Spaghi declaró que en noviembre de 1993 cuando se suscribe el Acuerdo de Entendimiento "se barajaba un precio de \$5,80 pero al final terminó en un precio de \$6,50; lo que sí era seguro era que el comprador era NABISCO. Era comentario general con la gente que uno trabajaba normalmente en la oficina." (fs. 579).

Que Montagna declaró que aunque P. Spaghi no conocía el precio en que se estaba negociando el paquete, "sabía la oferta inicial. Supieron unos diez días antes del cierre de la operación el precio final" (fs. 913).

Que deviene atinado a ésta altura reiterar que P. Spaghi tenía la oficina al lado de Montagna y que éste declaró que "lo habitual era reunir[se] y charlar cómo andaban las cosas: Si bien o mal" (fs. 903).

Que las declaraciones testimoniales de P. Spaghi y Montagna fundamenten la presunción de que A. Spaghi, P. Spaghi, Prea y Repetto contaron con el



conocimiento de la oferta inicial de \$5,80 contenido en el Acuerdo de Entendimiento al momento de concretar las operaciones bursátiles sub-examine (fs. 913 y 579).

9.1.2. Conocimiento del Precio Final de \$6,50

Que el conocimiento por parte de los sumariados del precio final de \$6,50 ofrecido por NABISCO y aceptado por Reyes Terrabusi y Montagna se ubica en la cuarta semana de marzo de 1994 (entre el 20 y 25.3.94), de acuerdo con el siguiente desarrollo:

9.1.2.1. El 20.3.94: Interrupción de las Negociaciones

Que contando con un acuerdo sobre el contrato y el precio de venta, Reyes Terrabusi manifestó su oposición a integrar la Garantía exigida por NABISCO en el Acuerdo de Entendimiento (fs. 909).

Que la oposición de Reyes Terrabusi a integrar dicha Garantía llevó a la interrupción total del diálogo entre las partes el 20.3.94, según los descargos de Montagna y Reyes Terrabusi (fs. 1003).

9.1.2.1.1. El Problema de la Garantía

Que conforme lo descripto por Reyes Terrabusi y Montagna en su descargo "sobre el 20.3.94 aproximadamente, se interrumpió totalmente el diálogo entre las partes con motivo de una exigencia de NABISCO, que pretendió obtener una retención parcial del precio de compra para hacer frente a eventuales pasivos de causa o título anterior a la fecha en que se transfiera el paquete y que Reyes Terrabusi como accionista mayoritario, no estaba dispuesto a aceptar. ... Cabe destacar que el Sr. Powell y su equipo ya se habían vuelto a Estados Unidos y todo presagiaba un mal desenlace de la transacción" (fs. 1003).

Que Montagna corrobora testimonialmente que se se cortaron las negociaciones dado que "hubo un momento en que sí hubo que reunir a la totalidad de los accionistas. Fué una semana o diez días antes de la firma del paquete accionario, por cuanto se había llegado a un acuerdo sobre el contrato y el precio de venta, pero como NABISCO exigía una garantía para que quedara depositado durante cinco años. Luego de una larga discusión, se redujo a un monto simbólico. Pero el



Sr. Carlos Reyes no lo aceptaba por considerar que lo afectaba moralmente, por lo que se cortaron las negociaciones" (fs. 909).

9.1.2.1.2. Consulta a los Accionistas con Comunicación del Precio Final

Que a fin de rescatar las negociaciones interrumpidas por el rechazo de la garantía por parte de Reyes Terrabusi, "Montagna decidió convocar a los restantes directores de TERRABUSI S.A. en su carácter de accionistas o como mandatarios de los que podían adherir a la venta y, recién en esa oportunidad, los impuso de la situación planteada, les comunicó el precio y demás condiciones proyectadas de la operación ... y luego de largas cavilaciones, todos aceptaron integrar el depósito de garantía (con excepción del señor Reyes Terrabusi) ... lo que posibilitó que, aproximadamente una semana después, se realizara la operación..." (descargo de Reyes Terrabusi y Montagna a fs. 1003).

Que resulta inverosímil que para discutir la integración de la garantía, no se haya revelado a los demás accionistas el precio final de contado de \$6,50 ofrecido por NABISCO, puesto que las garantías estaban relacionadas económicamente uno a uno con el precio ofrecido: Cada dólar integrado de garantía sería un dólar menos recibido por los accionistas, al menos hasta la caducidad de la misma, por lo que es inconcebible pensar en la posibilidad de negociar la garantía en ausencia del conocimiento de precio (fs. 1003).

9.1.2.2. El 25.3.94: Reanudación de las Negociaciones

Que el 25.3.94, luego de consultados los demás accionistas y obtenido su consentimiento para integrar la garantía correspondiente a Reyes Terrabusi, quedó finalmente resuelto este único problema que dio lugar a la interrupción de las negociaciones el 20.3.94.

9.1.2.2.1. El Acta de Directorio del 25.3.94

Que en el Acta de Directorio del 25.3.94 Reyes Terrabusi, Presidente del Directorio de TERRABUSI, por primera vez en toda la negociación "informa que las negociaciones con la firma NABISCO INTERNATIONAL, INC., enmarcadas en una



negociación favorable, permiten estimar una posible conclusión satisfactoria para antes del 30 de abril próximo" (fs. 463).

Que la circunstancia que no quedaran diferencias a resolver con NABISCO al haber resuelto los sumariados el problema de la integración de la garantía permite presumir que la consulta a los accionistas, y comunicación del precio final de \$6,50 por acción, necesariamente tuvo lugar antes del 25.3.94.

9.1.2.2.2. Incongruencia en la Fecha de Consulta a los Accionistas

Que se detecta una incongruencia en la fecha en que Montagna y Reyes Terrabusi en su descargo dicen haber consultado a los demás sumariados respecto de la integración de la garantía.

Que conforme lo descripto por Reyes Terrabusi y Montagna en su descargo "sobre el 20.3.94 aproximadamente, se interrumpió totalmente el diálogo entre las partes con motivo de una exigencia de NABISCO, que pretendió obtener una retención parcial del precio de compra, para hacer frente a eventuales pasivos de causa o título anterior a la fecha en que se transfiera el paquete y que Reyes Terrabusi como accionista mayoritario, no estaba dispuesto a aceptar. En esas circunstancias en la cuarta semana de marzo de 1994 [21 al 25 de marzo], el Ing. Montagna retoma las conversaciones [con NABISCO] a través de una llamada telefónica al Sr. Pargman que se hallaba en el Uruguay", y que "cabe destacar que el Sr. Powell y su equipo ya se habían vuelto a Estados Unidos y todo presagiaba un mal desenlace de la transacción. En ese contexto, a principios de abril de 1994, el Ing. Montagna decidió convocar a los restantes directores de TERRABUSI S.A. en su carácter de accionistas o como mandatarios de los que podían adherir a la venta y, recién en esa oportunidad, los impuso de la situación planteada, les comunicó el precio y demás condiciones proyectadas de la operación ... y luego de largas cavilaciones, todos aceptaron integrar el depósito de garantía (con excepción del señor Reyes Terrabusi) ... lo que posibilitó que, aproximadamente una semana después, se realizara la operación..." (fs. 1003).

Que se detectan las siguientes dos incongruencias en el descargo de Reyes Terrabusi y Montagna, a saber:



9.1.2.2.2.1. Con Respecto al Acta de Directorio del 25.3.94

Que al afirmar Reyes Terrabusi y Montagna en su descargo que las consultas a los accionistas sobre la integración del fondo de garantía y comunicación del precio final tuvieron lugar recién "a principios de abril de 1994", contradicen la lógica conclusión que se deriva de lo expresado por el propio Reyes Terrabusi en el Acta de Directorio del 25.3.94, es decir, la solución del problema de la garantía y la reanudación de las negociaciones (fs. 1003 y 463).

9.1.2.2.2.2. En el Descargo de Montagna y Reyes Terrabusi

Que dado "que el Sr. Powell y su equipo ya se habían vuelto a Estados Unidos y todo presagiaba un mal desenlace de la transacción", se estima que cuando "el Ing. Montagna retoma las conversaciones [con NABISCO] a través de una llamada telefónica al Sr. Pargman" en la cuarta semana de marzo de 1994" (21 al 25 de marzo), lo hace por ya tener resuelto el conflicto respecto de la integración de la garantía, lo cual necesariamente implica la consulta previa a los restantes Directores y accionistas.

Que esto es incongruente con la afirmación que recién a "principios de abril de 1994, el Ing. Montagna decidió convocar a los restantes directores", cuando por lo expuesto la consulta, y comunicación del precio final de \$6,50 por acción, debió haberse efectuado antes de la llamada telefónica a Pargman, o sea entre el 21 y el 25.3.94 (fs. 1003).

9.1.2.2.3. La Declaración de Montagna

Que Montagna declaró que aunque P. Spaghi no conocía el precio en que se estaba negociando el paquete, "sabía la oferta inicial. Supieron unos diez días antes del cierre de la operación el precio final" (fs.913).

Que esta declaración prestada durante la investigación fundamenta la presunción de que A. Spaghi, P. Spaghi, Prea y Repetto contaron con el conocimiento de la oferta final de \$6,50 diez días antes del cierre de la transacción, al momento de concretar las operaciones bursátiles sub-examine.

9.1.3. Determinación de la Fecha de Cierre de las Negociaciones



Que de acuerdo con lo descripto anteriormente, el 11.4.94, el Directorio de TERRA GARBA (integrado entre otros, por Reyes Terrabusi, Montagna, Prea y A. Spaghi) aprobó por unanimidad la venta de aproximadamente el 6,54% de las acciones de TERRABUSI de su propiedad, a \$6,50 por acción (Acta N° 810, Boletín Diario de la BCBA del 15.4.94, Pág. 30).

Que la aprobación mencionada indica que, como fecha de cierre de la negociación se puede presumir, por lo menos, el día hábil inmediato anterior 8.4.94 al de la reunión citada.

Que si de acuerdo con los dichos de Montagna se retrotrae en 10 días el 8.4.94 (fecha en que evidentemente se cerró la negociación) la cantidad de feriados existentes en el período permite inferir que fue en la cuarta semana de marzo (21 al 25) como el momento en que se consultó a los restantes accionistas que debían integrar el fondo de garantía y se les comunicó el precio final de \$6,50.

Que ello es consistente con el hecho que en esa semana los sumariados por primera vez compraron acciones de TERRABUSI a precios superiores a \$5,80 y que TERRABUSI demorara la comunicación del acta del 25.3.94 a la BCBA hasta el 28.3.94, lo que permitió a ciertos sumariados continuar operando en rueda bursátil con la ventaja de poseer información no pública.

9.2. Análisis de las Operaciones Bursátiles de los Sumariados

Que la mera existencia de las operaciones bursátiles sub-examine por sí sola es reveladora del conocimiento de los sumariados del precio negociado con NABISCO.

9.2.1. Respecto del precio de \$5,80 por Acción

Que desde el 26.1.94 hasta el 10.3.94 los sumariados únicamente compran por debajo de \$5,80 por acción y únicamente venden por encima de \$5,80, lo que indicaría que el "el criterio de compra y venta" mencionado por Montagna (fs. 910) se establecía en relación al precio de \$5,80 (fs. 894/896).

Que asimismo el precio de \$5,80 coincide temporalmente con el precio ofrecido por NABISCO en el Acuerdo de Entendimiento (fs. 894/896).



9.2.2. Respetto del precio de \$6,50 por Acción

Que en la semana del 21 al 25.3.94, los sumariados por primera vez compran a precios superiores a \$5,80 por acción, lo que evidencia que el referido "criterio de compra y venta" descripto por Montagna se estableció en relación a un precio superior a \$5,80 (fs. 894/896).

Que al haber comprado los sumariados en éste período acciones a precios de hasta \$6,20, y al no haber efectuado venta alguna, resulta evidente que el referido "criterio de compra y venta" necesariamente se estableció en relación a un precio superior a \$6,20 (fs. 894/896).

Que éste nuevo "criterio de compra y venta" utilizado por los sumariados es compatible con el precio final de \$6,50 acordado con NABISCO.

9.3. Conclusiones de la Valoración de los Hechos

Que respecto del conocimiento del precio final de la transacción a partir del 21.3.96 por los sumariados que no actuaron de modo directo en la negociación, son elementos constitutivos de presunción los siguientes indicios:

- a) que la única causa de la demora en la conclusión de la negociación al 20.3.94 es la integración de la garantía (descargo de Reyes Terrabusi y Montagna a fs. 1003);
- b) la consulta a los restantes accionistas que debían integrar el fondo de garantía, momento en el que fueron informados del precio final de la operación, consulta que tuvo lugar entre el 21 y el 25.3.96 (descargo de Reyes Terrabusi y Montagna a fs. 1003);
- c) el reconocimiento según el Acta de Directorio de TERRABUSI del 25.3.94 que las negociaciones evolucionaban favorablemente, lo cual indica que fue resuelto el problema de la integración de la garantía por los restantes accionistas, y ratifica que en esa fecha ya habían sido consultados e informados del precio de cierre de \$6,50 por acción (fs. 909 y 1003);



d) la compra por los sumariados de acciones de TERRABUSI por primera vez a precios superiores a \$5,80 entre el 22 y el 29.3.94, ante la certeza del precio final de \$6,50 (fs. 894/896);

e) el modo de conducirse los sumariados al no corresponderse las compras en este período con el criterio reiteradamente afirmado de sólo comprar en momentos de baja del precio, ya que por entonces éste observó un franco incremento (fs. 895);

f) el haber demorado la comunicación a la BCBA del Acta de TERRABUSI del 25.3.94, la que debió efectivizarse el mismo día 25.3.94, pero que por haber sido recibida a las 16:25hs. del 28.3.94, recién pudo ser publicada en el Boletín del día siguiente, el que se difunde luego del cierre de las operaciones del 29.3.94 en que precisamente concluyó la actividad de recompra de acciones de TERRABUSI (fs. 23 y 469).

Que, independientemente que los sumariados hayan conocido el precio inicial de la negociación, lo hasta aquí expresado comporta un conjunto de circunstancias convergentes y no contradictorias que permiten determinar que conocieron el precio final de la negociación en la cuarta semana de marzo de 1994.

10. LA INFRACCION

10.1. Elementos que configuran las Infracción

Que a continuación se demuestra (1) que los sumariados revisten calidad de "insiders", (2) que existió Información Relevante, (3) que los sumariados tenían conocimiento de dicha información, (4) que dicha información era no pública, (5) que por ello era prohibido utilizarla y, (6) que sin perjuicio de ello, los sumariados la utilizaron en beneficio propio y/o de terceros.

10.1.1. Calidad de "Insiders"

Que, excepto Comoletti de Terrabusi, los restantes sumariados tuvieron actuación en el Directorio de TERRABUSI o desempeño como Directores en su estructura funcional, con cargo equivalente a Gerente, con lo cual encuadran en la posición de "insider" prevista en el artículo 11º de la RG 227.



Que las operaciones bursátiles sub-examine comprendieron acciones de TERRABUSI, las que contaban entonces con oferta pública en el período en que los sumariados ejercían funciones en TERRABUSI.

10.1.2. Existencia de la Información Relevante

Que Información Relevante es "todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación o negociación de los títulos valores de una sociedad con oferta pública autorizada" (Art. 2º, RG 227).

Que el Acuerdo de Entendimiento es Información Relevante porque el precio inicial de \$5,80 especificado en el mismo, y el precio final de \$6,50 al cual eventualmente se cerró la transacción, ciertamente afectan la cotización y negociación de sus acciones.

Que el Acuerdo de Entendimiento también es Información Relevante porque el cambio del grupo de control en TERRABUSI que éste implica ciertamente afecta la cotización y negociación de sus acciones.

Que cabe recordar que fueron las partes signatarias del Acuerdo de Entendimiento quienes le atribuyeron la condición de "Información Relevante" a la valuación del precio de la acción de TERRABUSI (fs. 477).

Que a su vez TERRABUSI, en el Acta Nº 1552 del 6.12.93 (ya mencionada en los Hechos) en la que Reyes Terrabusi informa la firma del Acuerdo de Entendimiento (pero no el precio pactado), el Directorio por unanimidad "resuelve poner en conocimiento de la [CNV] el contenido de la presente Acta y solicitar en los términos del Artículo 5º de [la RG 227] reserva informativa correspondiente", "atento a que la publicación de la mencionada información puede causar ... algún tipo de perjuicio a la sociedad o a los señores accionistas", lo que demuestra que el mismo Directorio de TERRABUSI le otorga al Acuerdo de Entendimiento carácter de Información Relevante (fs. 1021).

Que adicionalmente, a pesar de existir negociaciones previas y hasta una carta de intención de NABISCO y una mejor propuesta de NESTLE S.A. por un precio superior, Montagna y P. Spaghi afirman que Reyes Terrabusi nunca antes llegó a



celebrar un acuerdo de entendimiento por lo que éste es el primero que conforma, lo cual le da a éste Acuerdo de Entendimiento una nota distintiva y un carácter de inusual (fs. 575 y 906).

10.1.3. Conocimiento de la Información Relevante

Que de acuerdo a la valoración de los hechos realizada en la causa sub-examine se reiteran las siguientes conclusiones:

10.1.3.1. De los Precios Acordados en Todo Momento

Que Reyes Terrabusi y Montagna en todo momento conocían los precios de \$5,80 y \$6,50 negociados con NABISCO, por ser ellos los firmantes del Acuerdo de Entendimiento y por representar el paquete accionario de control de TERRABUSI durante toda la negociación.

10.1.3.2. Del Precio Inicial de \$5,80

Que A. Spaghi, P. Spaghi, Prea y Repetto contaron con el conocimiento de la oferta inicial de \$5,80 contenido en el Acuerdo de Entendimiento al momento de concretar las operaciones bursátiles sub-examine.

10.1.3.3. Del Precio Final de \$6,50

Que quedó demostrado que los sumariados conocieron el precio final de \$6,50 ofrecido por NABISCO en la cuarta semana de marzo de 1994 (entre el 20 y 25.3.94).

10.1.4. Carácter Reservado de la Información Relevante

Que conforme al Acuerdo de Entendimiento, las partes no revelarían la evolución de las negociaciones (fs. 478).

10.1.4.1. Los Trascendidos Periodísticos

Que las publicaciones y comunicaciones acompañadas en sus descargos por los sumariados, no acreditan que la negociación haya sido pública, dado que el resto



de los inversores no tenía similar grado de certeza en la información que les permitiera operar con la misma seguridad con la que operaron los sumariados.

Que aunque el público hubiera podido arribar a un precio equivalente mediante comunicaciones periodísticas según alegan los sumariados, tal precio carecería de la certeza necesaria para equipararlo con la influencia y mucha mayor certeza, en orden a la adopción de decisiones de inversión, que los sumariados pudieron alcanzar mediante el conocimiento concreto del precio inicial y el normal avance de la negociación, certeza que es mayormente perceptible por quien cumple funciones gerenciales en la sociedad, aún cuando no tenga una participación directa y continua en la negociación.

Que cuando el 4.1.94 el periódico El Cronista Comercial publica un artículo en el que afirma que "se habría cerrado la venta del 60% del paquete accionario de TERRABUSI a la norteamericana NABISCO" y que "la valuación de la compañía ... fue de \$240 millones", Reyes Terrabusi responde que "no se ha producido venta alguna del 60% del paquete accionario de TERRABUSI como ha publicado el diario El Cronista Comercial en la edición del 4.1.94" y que por lo tanto desmiente esa información, demostrando así él mismo lo poco confiable que es el relato periodístico para el público inversor (fs. 1045 y 1047).

10.1.4.2. El Pedido de Dispensa

Que aunque los sumariados invocan en su defensa la circunstancia de que TERRABUSI habría pedido una dispensa del deber de informar y que la misma habría sido otorgada, deviene irrelevante el análisis de esa defensa, por cuanto las imputaciones formuladas en el presente sumario no guardan relación con el deber de informar, sino con la circunstancia de haberse infringido la obligación de abstenerse de operar y de no utilizar información relevante y no pública para beneficio propio o de terceros.

10.1.4.2.1. La Dispensa No Exime del Deber de Abstenerse de Operar

Que aunque "las sociedades emisoras podrán... solicitar a la Comisión Nacional de Valores la dispensa de la obligación de informar... sobre ciertos hechos y antecedentes que no sean de conocimiento público y cuya publicación pudiera



afectar seriamente el interés social", "el otorgamiento de la dispensa tendrá como único efecto al de autorizar a la sociedad emisora a no comunicar públicamente la información de hechos específicos objeto de la petición" (Art. 5º, RG 227).

Que ello no significa que el otorgamiento de la dispensa exima a la sociedad, y mucho menos a sus "insiders", del deber de abstenerse de operar en base a dicha Información Relevante y no pública, en beneficio propio y/o de terceros.

Que, en consecuencia, los "insiders" únicamente pueden operar en beneficio propio y/o de terceros con Información Relevante, cuando la misma haya sido informada al, y publicada por, el ente autorregulado en el cual se negocian sus títulos valores, hecho que obviamente no ocurre en caso de solicitarse y obtener una dispensa (Art. 4º, RG 227).

Que el otorgamiento, o no, de la dispensa que dice haber solicitado TERRABUSI a la CNV en su obligación de informar el contenido del Acuerdo de Entendimiento, en nada hubiera alterado la prohibición de operar de los sumariados en las acciones de TERRABUSI en su calidad de "insiders" con la referida Información Relevante.

10.1.4.2.2. La Necesidad de Informar Para Poder Operar

Que por ello, la única vía disponible para poder operar los sumariados con dicha Información Relevante sin estar en situación de evidente ventaja para negociar, hubiese sido informar el contenido del Acuerdo de Entendimiento, incluyendo el precio pactado, a la BCBA para su inmediata publicación.

Que cuando el 4.1.94 la BCBA le solicita a Reyes Terrabusi que a la mayor brevedad posible se sirva ratificar o rectificar la información contenida en el artículo publicado en el periódico El Cronista Comercial que afirma que "se habría cerrado la venta del 60% del paquete accionario de TERRABUSI a la norteamericana NABISCO" y que "la valuación de la compañía ... fue de \$240 millones", Reyes Terrabusi contesta que "no se ha producido venta alguna del 60% del paquete accionario de TERRABUSI", que desmiente tal información pero que ha "firmado una carta de intención de compra del paquete mayoritario de [TERRABUSI] con [NABISCO]" y que TERRABUSI "ha puesto en conocimiento del hecho a la [CNV]" (fs. 1045 y 1047).



Que se hace notar una vez más que la comunicación a la CNV no incluyó información alguna respecto del precio pactado (fs. 1047).

Que al no haber los sumariados comunicado el precio contenido en el Acuerdo de Entendimiento a la BCBA (ni a la CNV), esa Información Relevante no se publicó, por lo que no se vió levantada la prohibición de operar exigida por el Art. 21º de la RG 227.

10.1.5. Prohibición de Utilizar la Información Relevante No Pública

Que al ser información relevante y no pública, los sumariados deberían haberse abstenido de operar utilizando esa información en beneficio propio y/o de terceros. (Art. 21 RG 227).

10.1.6. Utilización de la Información Relevante No Pública

Que la utilización de la información relevante no pública para obtener ventajas de cualquier tipo, para sí o para terceros, derivadas de la operatoria con títulos valores de sociedades que se encuentran en la oferta pública, completa la caracterización del "insider trading".

Que el derecho norteamericano tipifica la situación de eminente conflicto de quienes se encuentran en posesión de información relevante y no pública, frente a su posibilidad de operar con ella.

Que para evitar tal conflicto, el derecho de los EE.UU. de América impone como regla la abstención de operar o bien la comunicación al mercado la información relevante (el denominado "abstain or disclose rule").

Que tales normas constituyen un antecedente de la RG 227, obligando a los "insiders" a abstenerse de operar (para sí y/o en beneficio de terceros) en caso de poseer información relevante y no pública (Art. 21º), hasta tanto no sea informada a los mercados para su publicación (Art. 4º).

Que mientras la información relevante no sea dada a publicidad rige el requisito de abstenerse de operar a los que la poseen.



Que las negociaciones bursátiles de ciertos sumariados evidencian la utilización de la Información Relevante y no pública con ventajas para sí o para otros.

10.1.6.1. Ventajas Para Sí

Que A. Spaghi (fs. 1060, 415, 417/418) y Repetto (fs. 975) reconocen haber operado sus tenencias en TERRABUSI en el período sub-examine obteniendo ventajas para sí.

10.1.6.2. Ventajas Para Otros

Que Montagna operó en beneficio de A. Spaghi y Comoletti (fs. 416y 906).

Que P. Spaghi operó en beneficio de A. Spaghi (fs. 910, 575 y 577).

Que Prea operó en beneficio de Comoletti (fs. 981).

Que la situación de Montagna debe examinarse pormenorizadamente porque sustenta su defensa en calificar su actuación en la figura del "nuncio" o "mensajero".

Que el "nuncio" o "mensajero" es un simple instrumento material, un vehículo de la declaración ajena que lleva al destinatario un documento que contiene la declaración de voluntad del contratante, o bien la transmite verbalmente; que no tiene ingerencia sobre la formación del acuerdo de voluntades, ni es nunca parte en el contrato, de allí que no interese que sea o no una persona capaz de obrar, o entienda el sentido de la proposición, interesando únicamente que comunique fielmente la declaración de voluntad del principal ("Responsabilidad Precontractual", Brebbia, Ed. La Rocca, Pág. 208) (fs. 1219).

Que a este respecto caben dos consideraciones, una de orden fáctico y otra de orden jurídico.

Que la consideración de orden fáctico resulta de la declaración de Raimúndez en donde surge que, en todo momento y en particular en el período enero-marzo de 1994, Montagna diariamente: (1) Tenía por medio de Raimúndez información acerca de la evolución de la acción de TERRABUSI en el mercado y (2) ordenaba a



Raimúndez la concertación de operaciones a un precio y cantidad determinados en la especie TERRABUSI, que Montagna luego adjudicaba a alguno de los sumariados (generalmente la de A. Spaghi). En su declaración, Raimúndez también expresó que él [por Raimúndez] "...nunca tuvo discrecionalidad para operar libremente precio y cantidad" y que Montagna "...no se dejaba influenciar por los comentarios que le hacía acerca del estado de la plaza de TERRABUSI" (fs. 416).

Que en la consideración de orden jurídico, con la recepción y aceptación por Raimúndez de cada "orden de bolsa", (en este caso con fijación de un precio tope y de cantidad, lo que delimita su actuación) quedó, en cada situación formalizado con Montagna un contrato de comisión del que se derivan eventuales responsabilidades comerciales para Montagna como comitente, y también de índole disciplinaria administrativa y en los que en nada incide la circunstancia que de algún modo quedara tácitamente entendido por Raimúndez, que cada compra, a su vez, era un equivalente a lo que se conoce como "operación abierta, con persona a determinar", o "compra en comisión" (fs. 416).

Que precisamente el hecho de que la determinación e identificación de la parte, que en definitiva resultaba adjudicataria de la operación, tuviera lugar con posterioridad al cierre de cada operación, indica en forma clara que la actuación de Montagna no fue la de un mero mensajero, sino que mediando incompatibilidad para operar en este período por su calidad de "insider" (con la Información Relevante y no pública), actuó para aprovechamiento de un tercero, por lo que a su respecto se debe considerar configurada la infracción que se le imputa.

10.2. Configuración de la Infracción

10.2.1. Personas a Cuyo Respecto se Considera Configurada la Infracción

Que por lo expuesto, se considera configurado el cargo de:

- a) Utilización indebida de información relevante y no pública con ventaja para sí, respecto de A. Spaghi y Repetto, (Art. 21º, RG 227), y
- b) Utilización indebida de información relevante y no pública con obtención de ventajas para otro, respecto de Montagna, P. Spaghi y Prea (Art. 21º, RG 227).



10.2.2. Personas Absueltas

10.2.2.1. Reyes Terrabusi

Que como se describiera en los hechos, respecto de Reyes Terrabusi surge que las operaciones efectuadas en el período sub-examine (canje a igual precio de 18.336 acciones de un voto por igual número de acciones de cinco votos) no le reportaron beneficio económico, aún cuando sí le otorgaron la ventaja de un mayor poder de voto, no obstante lo cual ese mayor poder carece de materialidad suficiente para justificar la atribución de responsabilidad, máxime cuando no resulta de ninguna otra prueba incorporada al Sumario que Reyes Terrabusi haya tenido intervención o participación directa o indirecta en las otras operaciones que configuraron los cargos de éste Sumario.

10.2.2.2. Comoletti de Terrabusi

Que Comoletti de Terrabusi falleció con posterioridad al inicio del presente sumario (fs. 1223).

Que Comoletti de Terrabusi no intervino en las operaciones realizadas por Prea, por lo que se la absuelve del cargo formulado (fs. 978/984).

11. SANCIONES

Que en ciertos casos las infracciones que se imputan representaron beneficios económicos cuantificables a quienes las cometieron, en perjuicio del público inversor.

Que la gravedad de las infracciones imputadas en el presente sumario, y los beneficios económicos cuantificables que se obtuvieron justifican la sanción de la multa prevista en el Art. 10º, inc. b) de la Ley Nº 17.811 (t. mod. por Ley Nº 24.241).

Que la Ley relaciona el monto del beneficio económico obtenido con la multa a aplicarse, estableciendo una "multa de mil (1.000) a cinco millones (5.000.000) de pesos, la que podrá elevarse hasta cinco veces el monto de beneficio obtenido o del



perjuicio evitado como consecuencia del accionar ilícito, si fuera mayor" (Ley 24.241, Art. 154.)

Que por lo tanto corresponde establecer la ganancia obtenida, para luego graduar la multa correspondiente.

11.1. Cálculo del Beneficio Económico Obtenido

11.1.1. Valoración Cualitativa

Que como primera medida se debe establecer la metodología del cálculo del beneficio económico.

Que tanto las ventas como las posteriores recompras de acciones de TERRABUSI efectuadas por los sumariados en el período sub-examine les reportaron beneficios económicos en perjuicio del público inversor.

Que existieron dos ofertas por parte de NABISCO: Una oferta inicial de \$5,80 por acción vigente desde el 9.12.93 hasta el 20.3.94, y una oferta final de \$6,50 por acción vigente por lo menos desde el 20.3.94 en adelante.

Que en el caso de las ventas, el cálculo del beneficio económico pretendido debe establecerse por la diferencia entre el precio promedio obtenido por los sumariados y el precio ofrecido por NABISCO al momento de las ventas, multiplicado por la cantidad de acciones vendidas.

Que en el caso de las recompras, el cálculo del beneficio económico pretendido debe establecerse por la diferencia entre el precio promedio pagado por los sumariados y el precio ofrecido por NABISCO al momento de las recompras, multiplicado por la cantidad de acciones recompradas.

Que el total del beneficio económico se calcula en base a la suma del beneficio obtenido en las ventas y el beneficio pretendido en las posteriores recompras.

11.1.2. Valoración Cuantitativa

11.1.2.1. Por las Ventas



Que de acuerdo a los hechos, los sumariados efectuaron las siguientes ventas de acciones de TERRABUSI:

Que con conocimiento de la oferta inicial de \$5,80 entre el 26.1.94 y el 23.2.94 A. Spaghi vendió 907.580 acciones a un precio promedio de \$6,2266 por lo que el beneficio económico respecto de la oferta inicial de \$5,80 es de $(\$6,2266 - \$5,80) \times 907.580 \text{ acciones} = \387.194 .

Que con conocimiento de la oferta inicial de \$5,80 entre el 7.2.94 y el 8.2.94 Comoletti de Terrabusi vendió 33.424 acciones a un precio promedio de \$6,2000 por lo que el beneficio económico respecto de la oferta inicial de \$5,80 es de $(\$6,2000 - \$5,80) \times 33.424 \text{ acciones} = \13.370 .

Que con conocimiento de la oferta inicial de \$5,80 entre el 28.1.94 Repetto vendió 40.000 acciones a un precio promedio de \$6,2759 por lo que el beneficio económico respecto de la oferta inicial de \$5,80 es de $(\$6,2759 - \$5,80) \times 40.000 \text{ acciones} = \19.036 .

11.1.2.2. Por las Recompras

Que de acuerdo a los hechos, los sumariados efectuaron las siguientes recompras de acciones de TERRABUSI:

11.1.2.2.1. Respecto de la Oferta Inicial de \$5,80

Que con conocimiento de la oferta inicial de \$5,80 entre el 24.2.94 y el 15.3.94 A. Spaghi compró 401.476 acciones a un precio promedio de \$5,3107 por lo que el beneficio económico respecto de la oferta inicial de \$5,80 es de $(\$5,80 - \$5,3107) \times 401.476 \text{ acciones} = \196.455 .

11.1.2.2.2. Respecto de la Oferta Final de \$6,50

Que posteriormente, y con conocimiento de la oferta final de \$6.50, entre el 24.3.94 y el 29.3.94 A. Spaghi compró 226.216 acciones adicionales a un precio promedio de \$6,0634, por lo que el beneficio económico respecto de la oferta final de \$6,50 es de $(\$6,50 - \$6,0634) \times 226.216 \text{ acciones} = \98.757 , que sumados a los \$196.455 obtenidos respecto de la oferta inicial eleva su beneficio a \$295.211.



Que en iguales condiciones el 22.3.94 Repetto compró 20.000 acciones a un precio promedio de \$5,6996, por lo que el beneficio económico respecto de la oferta final de \$6,50 es de $(\$6,50 - \$5,6996) \times 20.000 \text{ acciones} = \16.007 .

Que en iguales condiciones el 29.3.94 Prea compró para Comoletti de Terrabusi 33.424 acciones a un precio promedio de \$5,8638, por lo que el beneficio económico respecto de la oferta final de \$6,50 es de $(\$6,50 - \$5,8638) \times 33.424 \text{ acciones} = \21.264 .

11.1.2.3. Cálculo del Total del Beneficio Indebido

Que A. Spaghi obtuvo un beneficio económico de \$387.194 en las ventas y \$295.211 en las posteriores recompras, por lo que el total del beneficio económico indebido asciende a \$682.405.

Que Repetto obtuvo un beneficio económico de \$19.036 en las ventas y \$16.007 en las posteriores recompras, por lo que el total del beneficio económico indebido asciende a \$35.044.

Que Comoletti de Terrabusi obtuvo un beneficio económico de \$13.370 en las ventas y \$21.264 en las posteriores recompras, por lo que el total del beneficio económico indebido asciende a \$34.634.

Que estos cálculos no difieren sustancialmente de los beneficios reconocidos en sus descargos por los propios sumariados (fs. 1066, 981 vta.).

11.1.3. Análisis de las Defensas de los Sumariados

Que la CNV regula los mercados de capitales, *inter alia*, para proteger al público inversor de los perjuicios que les pudieren ser causados por quienes se valen de información relevante y no pública, independientemente de que éstos obtengan réditos económicos, o no.

Que A. Spaghi y P. Spaghi en su descargo afirman que "se vendieron 907.580 acciones [de TERRABUSI] por un monto total de \$5.618.302. De no haber sido desafectadas del patrimonio de [A. Spaghi] se habrían vendido a NABISCO a \$6,50



cada una, por un monto de \$5.899.270. "En consecuencia, la venta arroja un perjuicio real de \$280.967" (fs. 1066).

Que tal afirmación de los sumariados no hace sino confirmar que quienes posteriormente les vendieron sin conocer las ofertas de NABISCO también sufrieron un "perjuicio real".

Que así es que cuando los sumariados efectúan sus compras con Información Relevante y no pública a precios inferiores a los \$5,80 y \$6,50 ofrecidos por NABISCO, le están causando un "perjuicio real" a quienes se las venden, o sea al público inversor, en infracción al Art. 21º RG 227.

Que los sumariados A. Spaghi, P. Spaghi, Prea y Repetto reconocen que sus operaciones bursátiles les produjeron "beneficios" (fs. 975, 981, 982 y 1066).

Que A. Spaghi y P. Spaghi en su descargo admiten que "se compraron 627.692 acciones [de TERRABUSI] por un monto total de \$3.525.202. Al ser incorporadas al patrimonio de [A. Spaghi], fueron vendidas a NABISCO a \$6,50 cada una, por un monto total de \$4.079.998. "En consecuencia, la compra arroja un beneficio real de \$554.796" (fs. 1066).

Que el beneficio indebido por compras de \$554.796 expresamente reconocido por A. Spaghi y P. Spaghi supera al beneficio económico que por el mismo concepto se determina en esta resolución, pues utiliza para su cálculo un único precio de referencia de \$6,50, cuando en realidad las 401.476 acciones compradas en el período del 24.2.94 al 20.3.94 deben evaluarse con respecto al precio de oferta inicial de \$5,80 pues el precio final de \$6,50 todavía no se conocía.

Que A. Spaghi y P. Spaghi en su descargo continúan afirmando que "en definitiva, el único beneficio real de la operación (diferencia entre ganancia por compra y pérdidas por venta) es de \$273.829" (fs. 1066).

Que esa cifra de \$273.829 es incorrecta pues los sumariados arriban a ella compensando las ganancias en las compras con supuestas pérdidas en las ventas (fs. 1066).

Que tal compensación no corresponde entre otras razones porque:



- a) Los inversores que compraron acciones de TERRABUSI cuando los sumariados vendían no son necesariamente los mismos inversores que vendían cuando los sumariados compraban.
- b) El que ciertos inversores se hayan beneficiado con las ventas no habilita a los sumariados a luego perjudicarlos con las compras.
- c) El Art. 21º de la RG 227 tiene como objetivo evitar que los insiders obtengan beneficios indebidos a costas del público inversor.
- d) La circunstancia de haber sufrido una pérdida como consecuencia de un acto ilícito no puede ser invocada para mitigar la cuantificación de un beneficio, también ilícito.

11.1.4. Defensa de Prea

Que Prea alega que vendió las 33.424 acciones de Comoletti a fin de cubrir los gastos de salud que ésta debía afrontar (fs. 981 vta. y 982).

Que el argumento de Prea es falso pues posteriormente recompró las 33.424 acciones, reinvertiendo la casi totalidad de los fondos previamente obtenidos en la venta.

Que Comoletti disponía de cuenta corriente en TERRABUSI al igual que los demás accionistas controlantes y que, por lo tanto podría haberla utilizado para financiar sus gastos médicos.

Que no se encuentra probado el supuesto "estado de necesidad" de Comoletti por lo que no procede su invocación para justificar las ventas de acciones de TERRABUSI aquí analizadas.

Que de todos modos el hecho de necesitar fondos para hacer frente a su eventual necesidad de efectivo no la faculta a obtenerlos a costa del público inversor, infringiendo el Art. 21º de la RG 227.

11.1.5. Defensa De Repetto



Que cabe formular similares argumentos respecto de la afirmación de Repetto quien dice haber vendido acciones de TERRABUSI porque planeaba jubilarse y ello "lo obligaba a reforzar [su] situación patrimonial en dinero" (fs. 975).

Que a todo evento el argumento de Repetto se vé desvirtuado por sus posteriores recompras de títulos.

11.2. Graduación de la Sanción

Que para todos y cada uno de los sumariados también debe considerarse el grado de participación en los actos que dieron origen al sumario, así como su responsabilidad en la comisión de cada uno de ellos.

Que nos encontramos ante una serie de operaciones realizadas, todas y cada una de ellas, en infracción a las normas dictadas por esta Comisión en el ejercicio de facultades delegadas por el legislador, por lo cual cualquier estimación a los fines punitivos debe ponderar la cantidad de operaciones realizadas, así como su volumen y significación en el mercado.

Que igualmente es importante ponderar la posición respectiva que cada sumariado ocupaba dentro de la empresa y del grupo controlante, por cuanto esas posiciones eran las que por un lado brindaban acceso a la información relevante y no pública y por el otro lado permitían decidir la forma en que la misma era distribuida a terceros.

11.3. Pautas en la Determinación de las Multas

Que cabe fijar las pautas para la determinación de las multas impuestas en el presente sumario.

Que en un caso como el que motiva las presentes actuaciones, se entiende razonable fijar la pena de multa prevista en la legislación vigente tomando en consideración, *inter alia*, tanto la cuantía de los perjuicios ocasionados a los mercados y a quienes a ellos canalizan sus ahorros como, en el caso de aquellos sumariados que operaron con la intención de beneficiarse con su conducta ilícita, la cuantía del lucro buscado y del beneficio efectivamente obtenido.



Que deviene relevante a esta altura recordar que en el texto original de la Ley 17.811 se había fijado un rango de multas que daba una amplia latitud a la CNV para fijar la pena de naturaleza pecuniaria.

Que la reciente reforma del artículo 10, inciso b), de la Ley 17.811 por el artículo 154 de la Ley 24.241 es reveladora de una intención del legislador de fortalecer la capacidad de sanción de este Organismo al dar una amplitud aún mayor al rango de las penas pecuniarias que puede imponer, incrementando el tope tarifado de \$8.000 a \$5.000.000 o al quíntuplo del beneficio obtenido o del perjuicio evitado por quien violara sus normas.

Que, al vincular el máximo de la pena a un múltiplo del beneficio ilícito, el legislador quiso evitar que se presentara un supuesto en que las conductas a sancionar hubieren beneficiado a quienes las cometieron en importes de tal cuantía que el máximo previsto en el nuevo texto normativo no tuviere efecto punitivo alguno.

Que ese incremento de las facultades sancionatorias de la CNV para las conductas que afectan el buen funcionamiento del mercado de capitales es consistente con el propósito del legislador de proteger ese buen funcionamiento, dado que una parte significativa del ahorro de la comunidad destinado a la previsión social se canaliza, a partir de la vigencia del nuevo régimen previsional, hacia instrumentos que se negocian en ese mercado.

Que cualquier estimación del importe de la pena de multa debe tener en cuenta no sólo el marco legislativo aplicable, sino también la propia naturaleza de las penas, en su doble aspecto de instrumento de punición y de disuasión.

Que tratándose de conductas ilícitas que generan algún tipo de beneficio económico para el participante, para que la pena sea efectiva, tanto como castigo como herramienta disuasiva, su monto debe ser congruente con el provecho pretendido con el ilícito, pues de lo contrario el infractor continuaría viéndose beneficiado con su conducta, aún después de hacer efectivo el pago de la multa.

Que igualmente en el caso de aquéllos que participaron activamente en la comisión de los ilícitos aquí analizados, aún sin obtener beneficios para sí, quien impone la sanción debe considerar, entre otros elementos, la significación del lucro ilícito



buscado u obtenido, aún cuando no es la existencia de éste el único elemento constitutivo de la conducta punida.

11.4. El Bien Tutelado

Que, sin perjuicio de la importancia del beneficio económico indebidamente obtenido como pauta para fijar la multa aplicable, esta CNV no puede dejar de lado una serie de factores adicionales que también deben ser considerados en el ejercicio de la delicada función cuasi jurisdiccional que la ley le ha otorgado.

Que la misión que la Ley 17.811 le ha encomendado a este Organismo no se limita a la protección del público inversor, por cuanto abarca en su totalidad el buen funcionamiento de todo el mercado de capitales.

Que el mercado de capitales es un elemento esencial en la marcha de la economía nacional, por la función que cumple en la canalización, sobre bases transparentes y competitivas, del ahorro público hacia las distintas actividades demandantes de excedentes financieros.

Que, por ello, el mercado de capitales deviene una parte insustituible de la infraestructura nacional, sin la cual resulta impensable el desarrollo y crecimiento de la industria, el agro, el comercio y los servicios en un marco moderno y eficiente.

Que para que esa parte de nuestra infraestructura cumpla adecuadamente su función de vaso comunicante entre el ahorro y la inversión productiva, además de la existencia de instituciones que brinden su ámbito, es imprescindible que éstas cuenten con la confianza de los inversores, sin la cual no habría ahorro para canalizar.

Que la efectividad del mercado de capitales será, en consecuencia, directamente proporcional a la confianza que pueda inspirar al público, confianza que dependerá tanto de factores objetivos como de factores subjetivos.

Que entre estos últimos, juega un papel destacado la percepción que el público tenga de la exactitud de la información que se le brinda respecto de las empresas que hacen oferta pública de sus títulos valores, así como de la transparencia y



equidad de las condiciones en que se negocian los títulos valores en el seno de los mercados.

Que pocas cosas hay tan perjudiciales para la confiabilidad de un mercado de capitales como la existencia de participantes que puedan sacar provecho indebido en la negociación de títulos valores utilizando información obtenida por su posición de privilegio con relación a una sociedad emisora de títulos valores que se negocian en el mercado y de la que carece el público en general.

Que en el marco de lo que se ha dado en llamar "globalización de los mercados" es fundamental la credibilidad de nuestro mercado de capitales para que nuestro país participe plenamente en la competencia por el capital local e internacional para atraerlo a nuestra economía y ponerlo al servicio del bienestar general.

Que también debe tenerse en cuenta que el nuevo sistema de previsión social, creado por el HONORABLE CONGRESO DE LA NACION al sancionar la Ley 24.241 a propuesta del PODER EJECUTIVO NACIONAL, confía al mercado de capitales la parte del ahorro nacional destinada a la previsión social.

Que por ello el perjuicio que causan quienes utilizan información relevante y no pública en sus negociaciones con títulos valores va mucho más allá del perjuicio que sufre el resto de los inversores o el lucro que los infractores intentan obtener, por muy grande que éste sea.

Que esas acciones atentan contra el bien común a todos que es la transparencia del mercado de capitales, esencial para propulsar el aparato productivo.

Que una adecuada ponderación de estos bienes sociales ratifica la convicción de esta CNV de que la pena de multa fijada debe combinar adecuadamente el elemento disuasivo al punitivo, para evitar eventuales repeticiones de conductas como la sub examine, tanto por parte de los sumariados como por terceros.

11.5. Determinación de las Multas

Que a continuación se desarrollan los factores ponderados en la determinación de la multa a cada sumariado, del modo siguiente:



11.5.1. Montagna

Que el sumariado Montagna era Vice Presidente y Director Ejecutivo de TERRABUSI, siendo uno de los dos negociadores con NABISCO: No sólo era el principal canal de acceso a la información relevante y no pública, sino que por su investidura de negociador era también generador de ella. Paralelamente, era quien actuaba como vehículo para la transmisión de instrucciones al agente de Bolsa Raimúndez para todas las operaciones que dieron lugar al presente Sumario: Su participación fue necesaria y sin ella no se hubiera producido ninguno de los actos que dan lugar a la aplicación de sanciones por ésta Comisión. Por otra parte, a éste sumariado no se le podía escapar lo delicado de la situación por cuanto había aceptado abstenerse de operar por sí con respecto a NABISCO.

Que entre los sumariados, Montagna fue quien participó en prácticamente la totalidad de los actos.

Que tampoco puede dejarse de lado en la gradación de la pena a aplicarse a éste imputado la circunstancia de que no operó para sí, así como que tampoco registra sanciones en su dilatada trayectoria como Director de una sociedad en el ámbito de la oferta pública.

11.5.2. P. Spaghi

Que el sumariado P. Spaghi en todos los casos operó en beneficio de su madre, con conocimiento de la existencia de la información relevante y no pública y con conciencia de la comisión de una infracción.

Que este sumariado no registra sanciones como Director de una sociedad en el ámbito de la oferta pública.

11.5.3. A. Spaghi

Que la sumariada A. Spaghi, en su calidad de Directora de TERRABUSI, decidió en todos los casos la realización de operaciones en infracción a las normas de esta Comisión, movida por el propósito de obtener una ventaja patrimonial, que reconoce haber obtenido.



Que esta sumariada no registra sanciones como Directora de una sociedad en el ámbito de la oferta pública.

11.5.4. Prea

Que el sumariado Prea, como miembro de la Dirección General Ejecutiva de TERRABUSI, ocupaba un cargo de responsabilidad, lo cual debe considerarse un agravante de su situación.

Que este sumariado no registra sanciones como Vice Presidente 1º de una sociedad en el ámbito de la oferta pública y que el único atenuante invocado en su defensa (el supuesto "estado de necesidad") no fue acreditado.

11.5.5. Repetto

Que desde el punto de vista de su responsabilidad por los cargos ocupados, su situación no difiere de los sumariados P. Spaghi y Prea, y que al igual que la sumariada A. Spaghi actuó movido por un espíritu de lucro que también reconoce haber obtenido.

Que este sumariado no registra sanciones como Director de una sociedad en el ámbito de la oferta pública.

12. RESOLUCION

Por ello, y en uso de las atribuciones conferidas por el Art. 10º (t. mod. por Ley Nº 24.241), y el Art. 12º de la Ley Nº 17.811,

LA COMISION NACIONAL DE VALORES

RESUELVE:

ARTICULO 1º: Desestimar las defensas de nulidad e incompetencia deducidas por los sumariados.

ARTICULO 2º: Aplicar la sanción de MULTA prevista por el artículo 10º inciso b) de la Ley Nº 17.811 (t. mod. por Ley Nº 24.241) por la infracción acreditada al artículo 21º de la Resolución General Nº 190 (t.o. y mod. por RG Nº 227), a las siguientes



personas, y por los importes que en cada caso se establecen: BEATRIZ AUGÉ de SPAGHI, \$800.000 (PESOS OCHOCIENTOS MIL); PATRICIO SPAGHI, \$100.000 (PESOS CIEN MIL); GILBERTO L. MONTAGNA, \$250.000 (pesos doscientos cincuenta mil); FRANCISCO PREA, \$35.000 (PESOS TREINTA Y CINCO MIL) y ESTEBAN REPETTO, \$40.000 (Pesos Cuarenta Mil).

ARTICULO 3º: ABSOLVER a la Señora JOSEFINA COMOLETTI de TERRABUSI y al Sr. Carlos REYES TERRABUSI del cargo formulado, por no encontrarse configurada respecto de ellos la infracción al artículo 21º de la Resolución General Nº 190 (t.o. y mod. por R.G. Nº 227).

ARTICULO 4º: Notificar la presente Resolución con copia autenticada a los sumariados, y a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires para su publicación en el Boletín Diario de dicha Institución.

GUILLERMO HARTENECK - FRANCISCO SUSMEL - EDUARDO RUEDA - DR. JORGE LORES - LIC. ANDRÉS HALL ♠