



"ESTABLECIMIENTO MODELO TERRABUSI S.A. S/ TRANSFERENCIA PAQUETE ACCIONARIO A NABISCO"

(C.S.J.N. 27 septiembre de 2001)

Dictamen del Procurador General de la Nación

Procuración General de la Nación

Suprema Corte:

- I -

La Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, se remitió a los fundamentos del dictamen del señor Fiscal General ante dicha alzada, para confirmar lo dispuesto en la Resolución N° 11.377 del 11 de julio 1996 de la Comisión Nacional de Valores. Mediante la mencionada resolución, el organismo, había impuesto sanción de multa a Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi, Gilberto L. Montagna y Francisco Prea, por encontrarlos responsables de haber realizado negocios incompatibles con la posición que investían en la sociedad "Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.", en transgresión a las normas que sancionan el uso indebido de información relevante y no pública a la que tenían acceso, obteniendo con ello una situación objetiva de ventaja respecto del público inversor que opera en el mercado y no la posee, todo lo cual, se dio en el marco de las negociaciones efectuadas para la transferencia del paquete accionario de control a la firma Nabisco International Inc.

El aludido dictamen del Fiscal General, que el a quo hizo suyo, analizó, en primer término, los reparos que efectuaron los recurrentes en punto a la validez constitucional de la Resolución General N° 227 de la Comisión Nacional de Valores, en cuanto a sus criterios viola el principio de legalidad contenido en el art. 18 de la Constitución Nacional. Al respecto, sostuvo aquel magistrado que la exigencia constitucional de que la conducta y la sanción se encuentren previstas con anterioridad al hecho por una ley en sentido estricto, se hallaba cumplida en el caso a través del art. 80 del decreto 2284/91, que establece la competencia de la Comisión Nacional de Valores para reglamentar las restricciones aplicables al uso de información por parte de las personas autorizadas a intermediar en la oferta pública de títulos valores, administradores, gerentes, empleados y cualquier otra persona vinculada a las sociedades emisoras, en transacciones con tales instrumentos.

Añadió, además, el titular del Ministerio Público, que las sanciones aplicadas, también tienen fuente legal, en virtud de la modificación introducida al artículo 10, inciso b) de la ley 17.811 en la ley 24.241, que contempla a las "personas físicas y jurídicas que no cumplan las disposiciones de esta ley y las normas reglamentarias".

Por las razones apuntadas, consideró cumplida, a través de la reglamentación cuya validez se cuestiona, la exigencia de determinación legislativa previa de hechos punibles y sanciones a aplicar, puesto que las resoluciones atacadas se dictaron -a su entender- en el marco del razonable ejercicio del poder de policía estatal, tendiente a asegurar la necesaria transparencia del sistema de oferta pública de títulos valores, habida cuenta del mérito que el legislador ha acordado al bien jurídico a proteger, cual es, crear las condiciones e instrumentos necesarios para



asegurar una efectiva canalización del ahorro hacia fines productivos y, especialmente, al público inversor que está formado por el medio común de los habitantes y que, por carecer de información necesaria, pueden padecer en mayor grado las consecuencias de la actividad de empresas improvisadas o carentes de la solidez exigida para un seguro y productivo destino del ahorro público.

Luego de efectuar un relato de los hechos objeto del sumario, entre ellos -las negociaciones entre los directivos de Terrabusi y Nabisco para la transferencia del paquete accionario, determinación de valores, fechas límite y diversas operaciones bursátiles que se llevaron a cabo durante las tratativas- destacó el Fiscal, que tales hechos no son discutidos por los recurrentes, quienes sólo ponen en tela de juicio las conclusiones que, con base en ellos, determinaron el encuadre de la conducta de los sumariados en las prescripciones de la Resolución General N° 227/93.

Por otra parte, realizó un análisis de la figura del "insider trading" -de reciente incorporación a nuestro ordenamiento jurídico a través de las Resoluciones Generales N° 190/91 y 227/93- partiendo de su tratamiento en el derecho comparado, para concluir que no comparte la postura de los apelantes en el sentido de que la figura requiere la demostración de la existencia de un daño específico, que consiste en la intrínseca aptitud de los antecedentes que obran en su conocimiento para influir de algún modo en la colocación de los títulos valores o en el curso de la negociación. En este punto, entendió que la infracción no requiere la efectiva alteración del mercado mobiliario, sino que la agresión al bien jurídico tutelado se produce cuando existe la mera posibilidad de que el uso de información privilegiada altere la "pars conditio", pues la norma contempla una infracción de peligro abstracto, que no requiere que la conducta descripta tenga un efecto negativo sobre la cotización.

En cuanto a la valoración de la prueba efectuada en el acto que impugnan, luego de describir los agravios de los apelantes, concluyó, sobre la base -dice- no sólo de presunciones, sino de los propios dichos de los protagonistas, que los miembros del directorio de Terrabusi estaban al tanto de los términos del acuerdo preliminar o de entendimiento, incluido el precio de \$5,80 por acción, agregando, que resulta difícil concebir lo contrario, teniendo en cuenta que todos ellos tenían vínculos familiares, se desempeñaban en el mismo ámbito de trabajo y tenían, además, un compromiso que los obligaba a consultarse cuando alguno de ellos tenía intención de vender sus tenencias accionarias.

Seguidamente, destacó la importancia de las presunciones como institución procesal útil a los efectos de indagar en infracciones como las que constituyen el objeto de la presente causa, puesto que se trata de hechos normalmente ocurridos en un grupo cerrado de personas ("insiders") que toman sus recaudos para que no trasciendan al exterior las transgresiones a la prohibición de utilizar información relevante. En tales casos -continuó- debe acudirse a prueba indirecta -basada en hechos indiciarios, pero precisos y concordantes- que lleve al juzgador a la convicción sobre la materialidad de los extremos requeridos para que se configure el tipo legal. Consideró que tal extremo se halla cumplido en la especie, al sostener que la determinación a la que arribó la Comisión no es producto de una concatenación arbitraria de presunciones, sino que la inferencia se apoya en testimonios sobre los que no cabe dudar, y de inferencias lógicas derivadas de los hechos comprobados de la causa.

A partir de estas premisas, consideró el mencionado Fiscal General, que todas las intervenciones en el mercado que se mencionan en el acto recurrido, importan una clara violación a lo estatuido en el artículo 21 de la Resolución cuestionada, pues compraron cuando las acciones bajaban y vendieron cuando ellas subían, conducta



invariable durante el lapso de las negociaciones, salvo desde el 21 de marzo de 1994, cuando los imputados compraron por encima del valor de \$5,80, y se había producido un estancamiento en las negociaciones al no ponerse de acuerdo los vendedores sobre el depósito de garantía de la negociación. Se hallaban sin embargo, indicó, de acuerdo en el precio de las acciones, con lo cual las compras posteriores al acuerdo sobre el depósito de garantía por encima del valor de \$5,80 también vulnera claramente los principios del acuerdo y de la normativa legal.

Siguió diciendo el dictamen, que la situación del imputado Montagna merece especial consideración por cuanto no sólo transmitió información privilegiada, a cuya reserva se hallaba obligado, sino que negoció por cuenta de otros volúmenes considerables de acciones durante el período de la negociación, al igual que Auge de Spaghi y Patricio Spaghi.

Por último, estimó que son inoficiosos los agravios vinculados al monto en que se calculó el beneficio obtenido por los recurrentes y, asimismo, descartó la tacha de inconstitucionalidad basada en el carácter confiscatorio de la sanción, por entender que el tema debió haber sido puesto a consideración del ente de control por la parte, cuando tuvo oportunidad de hacerlo. Admitida la validez de la escala legal, concluyó que la sanción impuesta no debe ser modificada, no sólo por la gravedad de las conductas que se juzgan, sino también por la entidad del negocio en cuyo marco se cometió la infracción, ya que la conducta de los imputados afectó la confiabilidad del mercado accionario y también los intereses de su co-contratante Nabisco, hacia la cual se habían asumido obligaciones de reserva y abstención de contratar a las que no se hizo honor.

- II -

Disconforme con dicho pronunciamiento, la sancionada Beatriz Auge de Spaghi, dedujo a fs.1392, recurso ordinario en los términos del artículo 254 del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación, con fundamento en que la sentencia carecía de toda motivación esencial, tanto respecto de la apreciación de los hechos, como de la normativa a aplicar, apartándose de las probanzas de autos, por lo que afirmó, el fallo sólo tenía apoyo en la voluntad del tribunal, por fuera de la ley y la razón, lo cual lo descalifica e importa la violación de su derecho de defensa, del debido proceso y de la garantía de razonabilidad.

Sostiene, como señala lo ha hecho durante todo el proceso, la invalidez de los artículos 1, 11, 21, 22, 25, 26 y 27 de la Resolución General N° 227/93 de la Comisión Nacional de Valores, ya que dichas normas resultan violatorias del principio de legalidad y de reserva contenidos en los artículos 18 y 19 de la Constitución Nacional y la decisión, lejos de resguardar esos principios, resulta contraria al derecho que deriva directamente de la Norma Fundamental.

Para fundar dicha invalidez, comienza por analizar la ley penal en blanco, a la que define como aquella en que las conductas punibles sólo se hallan genéricamente determinadas en el texto legal y éste remite, para su especificación, a otra norma. Con base en la postura racionalista que niega terminantemente la posibilidad de delegar al Poder Ejecutivo o a reparticiones administrativas, la facultad de configurar delitos y/o penas- que es la adecuada a la organización jurídica adoptada por nuestra Constitución y la que plasmó -dice- la Corte Suprema en numerosos fallos en materia punitiva, concluye que los artículos citados de la Resolución cuestionada deben declararse inconstitucionales por tipificar delitos y no ser ley formal.



Agrega que, aun cuando la Cámara se inclinó por la postura realista -que otorga al Poder Ejecutivo la posibilidad de especificar la conducta punible-, ni la ley 17.811, ni ninguna otra ley sancionada por el Congreso, describe las conductas en forma genérica, para así permitir a la Comisión Nacional de Valores completar tipos penales. En este sentido, destaca que de la simple lectura del texto del artículo 80 del decreto 2284/91, amén de no constituir una ley emanada del Congreso, se verifica que tampoco tipifica conductas que permitan considerarlo una ley penal en blanco.

Recuerda que las facultades para dictar este tipo de normas deben ser ponderadas adecuadamente en el marco del ordenamiento jurídico argentino, y que, aun bajo las amplias facultades concedidas al Poder Ejecutivo Nacional por el artículo 99, inciso 3º de la Constitución Nacional -texto de 1994-, le está vedado dictar normas que regulen materia penal, reforzando el principio "nullum crimen nulla poena sine lege penale praevia".

Puntualiza que el fallo viene a defender la supuesta delegación legislativa en materia punitiva que existe en autos y, al mismo tiempo, reconoce que la licitud de tal delegación depende de ciertos límites, los cuales -entiende el apelante- no se cumplirían, puesto que ella debió limitarse a la fijación de "pormenores y detalles de las infracciones" siguiendo los criterios de política legislativa establecidos por la ley delegante y en el caso, sin embargo, le otorga la potestad de crear tipos penales completos, sin directrices fijadas por ley formal, en desmedro de garantías y principios constitucionales.

Por otro lado, alega la inconstitucionalidad de las multas aplicadas por su carácter confiscatorio, gravoso, falta de razonabilidad y violatorias del derecho de propiedad consagrado en el artículo 17 de la Constitución Nacional. Con base en el monto de las utilidades obtenidas por los sumariados y en la opinión de destacados autores, sostiene la irrazonabilidad de las desmesuradas multas impuestas por la Comisión, las cuales mostrarían una evidente desproporción entre la sanción aplicada y la conducta que se incrimina.

Seguidamente, aduce la equivocada y arbitraria apreciación de los hechos y de la prueba por la sentencia recurrida, donde el objeto de la litis, era determinar si estaba probado que la apelante y los restantes sumariados fueron legalmente pasibles de sanción por haber incurrido en infracción a un ilícito calificado de "insider trading", motivo por el que, para arribar a una sentencia condenatoria, se debió tener por acreditada su configuración personal por cada uno de los sumariados a la luz de las pruebas concretas rendidas en la causa.

Señala que ello reviste importancia fundamental, por cuanto se trata de una materia represiva, en la que se hallan en juego graves multas de naturaleza retributiva, que por imperativo constitucional, sólo mediando rigurosa y válida tipificación de la conducta que se reprocha y prueba irrefutable, cabe hacer lugar a la sanción, porque en caso de duda, corresponde la absolución.

Sigue diciendo, que la sentencia arriba a conclusiones que carecen de fundamentos legales y probatorios concretos, porque los hechos no son como los expone el fallo de la Cámara, y sólo se puede tener por acreditado que el Ingeniero Gilberto Montagna informó el precio inicial y el definitivo, tergiversando las declaraciones de los sumariados, mediante presunciones ambiguas, equívocas y arbitrarias.

Destaca el recurrente, que la evaluación que efectúa el a-quo de la prueba producida en autos incurre en una arbitraria valoración de los elementos aportados a la causa, no traduce una apreciación crítica de la prueba atinente a la litis,



tergiversa su alcance, y prescinde de una visión de conjunto y correlacionada de los elementos probatorios.

Señala, a continuación, las que llama arbitrariedades de la sentencia, en primer lugar, el supuesto conocimiento del precio pactado, para lo cual analiza las declaraciones testimoniales vertidas por cada uno de los sumariados en las actuaciones, las que transcribe y de las cuales dice se traduce la negativa a las afirmaciones del a-quo y la conclusión contraria sólo surge de una aislada y fragmentaria consideración de su contenido, así como que resulta subjetivo que no se haya preguntado concretamente si se informó el precio inicial.

En particular, respecto de la declaración de la Sra. Beatriz Auge de Spaghi, señala, que frente a una pregunta ininteligible, cuya contestación depende del alcance con que pueda haber sido comprendida, el fallo deduce que conocía el precio inicial, cuando del contexto del interrogatorio se desprende que se le estaba preguntando respecto de las negociaciones posteriores a la carta de intención, lo que lleva a considerar que la respuesta estaba referida al precio final.

Explica que la Cámara parte de dos premisas falsas: por un lado, que el Ingeniero Montagna informó el precio inicial de \$5,80 por acción en la reunión de directorio de Terrabusi del 6 de diciembre de 1993 y el precio definitivo de \$6,50 antes o durante la reunión de directorio del 25 de marzo de 1994; y por otro, que todos los sancionados estaban en conocimiento del precio inicial. De tales premisas -continúa diciendo- no avaladas por prueba alguna, se construye una gama de forzadas inferencias enderezadas a castigar a los imputados con penas millonarias en base a la constatación de lazos de parentesco y confianza que los unen.

Argumenta luego, respecto de las operaciones bursátiles realizadas por los sancionados y sobre la arbitrariedad de las inferencias realizadas por el juzgador para arribar a la conclusión de que se violó el deber de reserva, destacando que aquéllos intervinieron en el mercado bursátil en el período de las negociaciones, sin el conocimiento de los precios que se manejaban, y que actuaron según un constante y homogéneo seguimiento de las oscilaciones bursátiles bajo las cuales operó el mercado en esos tiempos.

Resalta el valor de las presunciones como elemento corroborante de la sana crítica valorativa, con arreglo a la cual debe proceder todo juzgador, a lo que agrega, que en autos se ha omitido tener en cuenta que las presunciones sólo pueden hacer prueba en tanto sean varias, graves, precisas y concordantes. En este orden de ideas, sostiene que, en virtud de la presunción de inocencia enraizada en el artículo 19 de la Constitución Nacional, consagrada por el artículo 8, inciso 2º del Pacto de San José de Costa Rica y por el artículo 1º del Código Procesal Penal de la Nación, sólo cabe la sanción ante pruebas concretas y concluyentes que sean hábiles para destruir tal presunción y, en caso de duda, debe estarse a lo que sea más favorable al imputado. En este punto, destaca que la sentencia, a excepción de la descripción de las operaciones bursátiles realizadas por los sumariados, carece de toda motivación esencial y se aparta de las expresas probanzas de autos.

- III -

En primer lugar, cabe declarar la admisibilidad formal del presente recurso, al haberse interpuesto oportunamente (ver fs.1387), darse el supuesto del artículo 24, inciso 6º, apartado a) del decreto-ley 1285/58, por hallarse involucrada una entidad autárquica del Estado Nacional y ser el monto cuestionado superior al previsto en la Resolución N°1360/91.



Adelanto que, en mi opinión, el recurso debe prosperar, pues las críticas vertidas contra la sentencia, en cuanto a la falta de acreditación de los extremos para hacer viable la decisión de condena, resultan admisibles.

Así lo pienso, pues el fallo confirmatorio del a-quo respecto de la Resolución de la Comisión Nacional de Valores, se ha remitido a las consideraciones efectuadas por el Fiscal General en su dictamen previo a la resolución, sin agregar ningún otro elemento de juicio o razonamiento, mas dicho dictamen, en mi criterio, no alcanza efectuar una decisiva ponderación de las pruebas que permita sostener con la contundencia que es menester, la razonabilidad del fallo que se cuestiona.

- IV -

Se desprende del dictamen de referencia obrante a fs.1365/1384, que los recurrentes, en síntesis, destacan: 1) que señalaron que el precio de las acciones motivo de la negociación era sólo una pauta de aproximación y que no existía certidumbre respecto de la operación a realizarse, 2) que lo único cierto fue la determinación final del precio estipulado de \$ 6,50 por acción, al cerrarse el contrato de compraventa, 3) que el contenido de la carta de intención de la compradora Nabisco, fue comunicada a la Comisión Nacional de Valores y el tema fue de conocimiento público a través de la "prensa" en general, así como lo fue un intento de transferencia que había rechazado la intención de compra por un precio de \$ 5 la acción, y que por ello podía presumirse como factible un alza, por cuanto los últimos balances trimestrales arrojaban significativas ganancias y por ello los precios de cotización oscilaron durante el primer trimestre de 1994 en un valor de \$ 6, lo que demostraría que el valor de \$ 5,80 era irrelevante a los fines de la determinación del precio final, 4) que el negociador Gilberto Montagna, nunca informó en la reunión de Directorio del 6 de diciembre de 1993, el precio contenido en la carta de intención, porque se había comprometido a no hacerlo, confirmado ello por los dichos de Spaghi, y que las respuestas de la Sra. de Spaghi no tienen mayor incidencia, porque carecía de conocimientos suficientes sobre la marcha de los negocios de la empresa y además eran el resultado erróneo de preguntas absurdas, 5) que las operaciones bursátiles realizadas eran producto de una conducta constante y homogénea que seguía la evolución del mercado y por tanto no hubo abuso de información privilegiada, 6) que la conducta del señor Montagna era consecuencia de un comportamiento habitual de mero transmisor al agente de bolsa de decisiones de los restantes accionistas que operaron en función de hechos que eran de conocimiento público y que por sí no operó tenencia alguna.

Después de la descripción de los agravios, el dictamen llega a la conclusión de que existía un firme principio de acuerdo en cuanto al precio de las acciones, el cual constituía información relevante, lo cual se desprendía de las cláusulas que prohibían a los vendedores dar a conocer la negociación a terceros y negociar sus paquetes, agregando que por ello su conocimiento podía afectar su colocación o negociación en los mercados. También concluye que era de conocimiento de los sancionados con excepción de Repetto tal información privilegiada, conforme surge del propio reconocimiento de Montagna corroborado por los testimonios de los restantes imputados, en particular por la Sra. Auge de Spaghi y Patricio Spaghi y todo ello se confirma por la prueba de presunciones admisible en casos como el de autos, tales como que los protagonistas tenían lazos familiares, y actuaban en el mismo ámbito de trabajo, tenían un compromiso que los obligaba a consultarse cuando iban a vender sus paquetes accionarios, y el acuerdo de Reyes Terrabusi y Montagna afectaba a los restantes accionistas.

- V -



Considero que el dictamen cuya reseña se ha efectuado ut supra, si bien revela un estudio exhaustivo de la situación particularmente compleja que se presenta en autos, omite ponderar que, al encontrarse en juego la restricción de garantías individuales, a través de una figura novedosa del derecho penal administrativo los elementos probatorios aportados deben ser examinados con mayor rigor que el habitual, requiriéndose un alto grado de prudencia, y para ello, una acreditación muy específica y puntual, que asegure de manera por demás inequívoca que la conducta de los supuestos infractores efectivamente infringe las disposiciones legales vigentes en la materia. En este sentido, entiendo que, por el contrario, se realizan afirmaciones con fundamento en hechos no acreditados con el referido rigor en autos y que en verdad no logran sino construir meras inferencias opinables, no susceptibles de considerarse como una acabada prueba de presunciones que, por su gravedad, concordancia y precisión, permitan tener por acreditadas las conductas que se imputan.

Tampoco, asimismo, realizó el a-quo un análisis o consideración efectiva de los razonamientos, fundamentos y pruebas ofrecidos por la recurrente, ya que se limitó a mencionarlos, cuando resultaban ineludiblemente conducentes para resolver la cuestión litigiosa, en orden a lo que la propia decisión resalta, esto es que la convicción que lleva a tener por culpables a los recurrentes sólo se apoya en un conjunto de presunciones, las que, cabe recordarlo, deben reunir las características exigidas por el artículo 163, inciso 5° del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación, por lo que al estimar que ellas carecen de tal cualidad, la decisión sólo apoyada en las mismas, se descalifica por si sola.

Así lo pienso, en particular, porque el decisorio, para confirmar la resolución de la Comisión Nacional de Valores, tiene por acreditado un hecho crucial: que el socio Montagna transmitió la información relevante de las negociaciones y, en especial, el precio de la acciones pactado entre los futuros co-contratantes, y afirmando, para ello, que tal hecho, fue reconocido por el propio negociador mencionado (ver fs.1380 primer párrafo), afirmación ésta que, en modo alguno se ajusta a las constancias de autos, pues de la lectura del testimonio brindado por éste (ver fs.906/913 de los autos principales), no surge tal reconocimiento, sino, por el contrario, la afirmación de haber transmitido, de modo general, la existencia de la negociación, pero sin el informe preciso o detallado de, por ejemplo, el precio al que se califica de relevante y que los accionistas tuvieron tales datos, sólo una semana o diez días antes de la firma del contrato, recién cuando la negociación sobre el contrato y el precio de venta llegó a su fin (ver fs.909).

De igual manera, se afirma en el dictamen, que da fundamento al fallo, que tal circunstancia fue corroborada por los restantes imputados, haciendo hincapié en el testimonio prestado por la señora Auge de Spaghi, cuando ello tampoco surge de autos. Al respecto, cabe señalar, que en la contestación a la pregunta N° 17°, "¿sobre si sabía si existían negociaciones de venta del paquete a Nabisco y en que precio?", aquella contestó, "que en ese momento se lo habrían informado" (no como señala el dictamen "habían informado") pero que no recuerda la oferta, no pudiéndose aceptar tal respuesta, como un reconocimiento de lo preguntado, ni puede inferirse de tal contestación, que posee un sentido potencial, que se le había comunicado la existencia de una oferta de compra con datos precisos y ciertos, a lo que cabe agregar, que no se tuvieron en cuenta, para llegar a tal conclusión, las restantes manifestaciones de la imputada, donde aclaró que habitualmente compraba cuando bajaban las acciones y vendía cuando estaban en alza (ver fs.417/419) y que en el tiempo de la negociación, siguió ese mismo comportamiento en el mercado, con lo cual el modo de apreciar la constancia probatoria, es parcial y no ajustada a lo que se expresa y literalmente surge de ella, máxime en el marco de estrictez valorativa al que se alude al principio.



En cuanto al testimonio de Patricio Spaghi, (ver fs.574/580), sólo consta el reconocimiento de la existencia de la negociación por comentarios dentro de la empresa, y de la carta de intención por comentarios de su madre, de quien afirmó no conocía los términos de la misma (contestación a las preguntas 7º y 10º de fs.575). Por otra parte, se desprende de la respuesta a la pregunta 24º, de fs.577, la manifestación de que las operaciones de compra y venta de acciones, las hizo por cuenta y orden de su madre, sin influencia alguna de la negociación en ciernes; asimismo, de la respuesta a la pregunta 39º, sólo surge que por comentarios de la oficina se "barajaba" un precio de \$5,80, que finalmente llegó a \$6,50, lo cual no se condice con la afirmación del dictamen de que los restantes imputados corroboraron los dichos de Gilberto Montagna en el sentido dado, sino que confirman, pero en el sentido inverso al entendido por el sentenciador, que sabían algo, pero no preciso, por comentarios generales de personas de la oficina, pero nunca se dijo que fuera de parte de quien debía guardar la reserva de la información privilegiada (Montagna).

La inteligencia diversa del dictamen dimana, en mi parecer, de una conclusión derivada de la sospecha del sumariante, que es factible pudiese ser cierta, pero que, como queda dicho, requiere una acreditación más suficiente, desde que no puede reducirse a la mera especulación de la falta a la verdad en los dichos de los declarantes, puesto que se halla en juego la imposición de sanciones de suma gravedad, siempre en el ámbito de una figura punitiva novedosa cuya eventual imprecisión linda con la afectación de garantías de inveterada raigambre constitucional que hacen tanto a las libertades individuales cuanto al natural desenvolvimiento del mundo de los negocios.

Cabe aquí poner de resalto, que del propio texto del dictamen se desprende que, para corroborar tal presunción, se apoya en la circunstancia particular de que los imputados tenían relación de parentesco y se desempeñaban en el mismo lugar de trabajo, más un compromiso no negado, de que se debían informar entre ellos cuando estaban por disponer de sus tenencias accionarias. Pero el dictamen no toma en cuenta que con los posibles compradores se habló de la posibilidad de la venta de las acciones de los otros "tenedores adicionales", intentando asegurarles un precio al que podrían vender sus tenencias que, en principio, parecía similar a la de los negociadores y titulares de los paquetes mayoritarios, y por tanto, resultaba materialmente imposible que no se les diera cuenta, al menos de la existencia de la negociación. Ello, sin embargo, a mi ver, no importa la prueba de transmitir de por sí, la información calificada de relevante.

Por otro lado, no se tuvo en cuenta la prueba de que la existencia de la negociación, fue un hecho notorio desde su inicio, comentado de modo profuso por la prensa en general (ver informe de fs.41/44) lo que dio lugar, inclusive, al requerimiento de información y aclaración por parte de la Bolsa de Valores, que los negociadores prestaron, con lo cual se desdibuja la categoría de información reservada y privilegiada de la existencia de un trámite de transferencia accionaria, a la que sólo habrían tenido posibilidad de acceder los imputados, por intermedio de los negociadores, con ignorancia de los restantes accionistas y del órgano de control (ver la publicación del 6 de Enero de 1994, del diario "La Nación" fs.1051, de donde surge, el precio posible de la transferencia y además el comentario de que el negociador Montagna no confirmó nada, las publicaciones de fs.1087a 1089 de Ambito Financiero correspondientes a diciembre de 1993 y marzo de 1994, que también hablan del precio y la discusión sobre el valor final que preexistía entre las partes, lo cual configura un dato de no poca significancia, cual es que, por este motivo, no se rompió el principio de paridad que es el principal objetivo a resguardar por la norma de que se trata).



No obstante, el sumariante y el fallo, concluyen que los imputados conocieron el precio por medio de los negociadores y por ello operaron obteniendo ventajas de ese conocimiento, con lo cual se constituyen en transgresores de lo pactado en el instrumento de intención firmado por aquellos, y de las previsiones del art.21 de la Resolución N°227 de la Comisión Nacional de Valores. Pero tampoco aquí, se atiende a la circunstancia de que los imputados por la operación de compra y venta de acciones (Auge de Spaghi, Patricio Spaghi y Francisco Prea), que les eran propias o de terceros por quien operaron, no se hallaban afectados por la prohibición establecida en la carta de intención, disposición ésta, que resulta claro, sólo estaba dirigida a los negociadores por sus propias tenencias, a los que llama "vendedores", quienes no podían hacer conocer las condiciones a terceros, de lo que cabe colegir, que si los accionistas "llamados adicionales" no conocían el dato puntual, no existía dificultad para que negociaran sus tenencias, extremo que, como manifiestan, hacían desde siempre, cuando la acción registraba cambios de baja y/o suba.

Corresponde atender, asimismo, a que la situación planteada por el sumariante, y la conclusión a la que llega, que aparece confirmada por el fallo, supone la existencia de diversas hipótesis, que resultaban de ineludible consideración para resolver de acuerdo a derecho y con ajuste a las circunstancias comprobadas de la causa.

En primer lugar, si existía la prohibición de hacer conocer las características puntuales de la operación de compraventa del paquete mayoritario, y se cumplió con lo pactado, nada impedía y resultaba natural y propio de quien opera en la Bolsa y tenía acciones de la empresa, efectuara compras a bajo precio y vendiera cuando obtenía una diferencia por su suba, sean parientes o no, como efectivamente sucedió, pues se realizaron operaciones de importancia durante el lapso, tanto por los imputados, como por muchos otros accionistas. Nada obstaba a ello, máxime cuando era de público y notorio conocimiento -estaba publicado en la prensa- que existían negociaciones para la venta, con el agregado de otras informaciones que también resultaban notorias para quienes operan en el medio, cual era la expectativa de una cotización favorable (también surge de las publicaciones citadas la suba de un diez por ciento producto de la posible transferencia), por la operación de venta en ciernes, más los resultados de los balances, que normalmente son conocidos por quienes se mueven en el ámbito de la especulación de valores mobiliarios y con mayor razón por los miembros de su Directorio.

En segundo lugar, si la información fue dada a un círculo privilegiado, como se afirma en el fallo, violando la prohibición, y por ello, compraron y vendieron acciones obteniendo ventajas a las que otros accionistas no tuvieron acceso, la alegación de los recurrentes de que vendieron por debajo del valor al cual podían transferir sus acciones, supuestamente descalificada por otra presunción, como es el conocimiento de que podía fracasar la negociación, no otorga sustento suficiente a la sentencia, desde que, si el conocimiento era preciso, como se indica por el a quo, debió tenerse en cuenta la circunstancia de que los apelantes, no se limitaron sólo a comprar y luego a mantener tales tenencias, obrar que les hubiera reportado mayores ganancias a las entonces obtenidas, extremo que, por su parte, coadyuva a abrir una fuente de duda a favor de los imputados.

Porque pareciera que se barajaron estas dos posibilidades: si se presume la culpabilidad a partir de que se operó en bolsa obteniendo ganancias, se plantea la peculiar situación, de que ello se dio por haberse violado la prohibición y consecuentemente son culpables y es admisible la sanción; y si no se violó la



prohibición, también eran culpables, pues el único hecho acreditado, es que se operó obteniendo ganancias, es decir, por el sólo hecho de ejercer la conducta de operar en la bolsa y obtener ganancias, actitud natural de quien tiene acciones y especula en la bolsa.

Debe ponerse de relieve, que los sancionados se hallaban ejerciendo un derecho que les es propio, protegido constitucionalmente por la garantía de la libertad de contratar y comerciar, y cuya limitación o restricción no aparece en el caso puntual (como se dijo, la prohibición sólo era aplicable a los negociadores) dirigida a quienes operaron sus acciones, lo cual, como manifiestan lo vienen haciendo regularmente, a veces con ganancias y otras con pérdidas, hecho éste que, valga señalar, no ha sido desvirtuado por el órgano administrativo, el que en todo caso debió probar que la conducta de operar en bolsa de tal manera, salía de lo habitual. Pero, aún así, ello no demuestra - con el rigor que, como ya fue sostenido, debe en estos supuestos requerirse - que se haya conocido el dato puntual de la suma en que se iba a comprar cada acción, ni tampoco que esa información puntual haya provenido del imputado Montagna.

Refuerza lo expuesto, la circunstancia de que, de la propia lectura de la carta de intención, así como de los hechos acreditados en autos, surge que la alegada información relevante sobre el precio estaba sujeta a negociación (había que confirmar la valuación, ver párrafo final de la carta de intención cuya copia obra a fs.477), como lo afirmaron los recurrentes, lo cual, si bien no le quita el carácter de relevante (porque el supuesto conocimiento puntual del precio base les hubiera permitido operar con seguridad cuando se dieran las bajas en relación al mismo, obteniendo ventajas que otros no podían obtener), no concuerda con las afirmaciones del dictamen, y sí con la de la apelante, quien señaló que las compras y ventas no se hicieron de una sola vez, sino en diferentes días y también a precios superiores al precio base, y de ello resultó un margen de ganancias en algunas operaciones y de pérdidas en otras, circunstancia natural y previsible en el mercado accionario, lo que tampoco ha sido descalificado por el sumariante.

No corresponde, en este estado de cosas, dejar de hacer algunas consideraciones respecto de la figura del "insider trading", la cual, sin duda, en los actuales tiempos, es una entidad que se hace cargo de supuestos que no deben escapar al análisis del legislador en la búsqueda de los medios que permitan regular las conductas de aquellos que, por su situación especial, pueden aprovechar información que los coloque en una posición de privilegio, en una actividad que presupone para su correcto desenvolvimiento de la igualdad de oportunidades pero a ese fin, no debe despreciarse la circunstancia de que tal regulación, importa, como en todos los casos, la restricción al ejercicio de derechos protegidos por el texto constitucional, cuales son la libertad de comerciar y contratar.

Consecuentemente, si bien no se puede negar tal poder y función de policía al Estado Nacional, a través de los órganos habilitados por el sistema político para tal fin, ello reclama de modo imprescindible que la aplicación de la normativa no configure un medio arbitrario, que finalmente termine conculcando los importantes derechos que se pretenden resguardar.

En le sub judice, el fallo parte de ciertas presunciones para fundamentar su conclusión de que los imputados violaron la norma legal de reserva y se aprovecharon de tal circunstancia para obtener ventajas en el mercado bursátil, pero dichas presunciones se reducen a una suerte de concatenación de inferencias con apoyo en hechos pasibles de ser interpretados con diverso alcance.



Adviértase que en definitiva, el sentenciador parte de una circunstancia segunda para confirmar otra primera, es decir, que se hubiera conocido por información de uno de los negociadores los datos que les permitieran a los operadores negociar acciones, y tal premisa -repito- no se halla probada, sino que se infiere de la segunda. En otras palabras, "porque se operó, se conocía".

Cabe considerar, asimismo, que de darse por cierta la conclusión del sumariante y del fallo confirmatorio, de que los accionistas sancionados conocieron los datos puntuales del valor base y el final de las acciones a transferirse, no se explica, porqué no se consideró, como ya se dijo, que en el lapso cuestionado, no sólo compraron, sino que también vendieron, sin retener los volúmenes accionarios acrecentados, a la espera del cierre de la operación de venta, oportunidad en la que pudieron haber vendido a un valor superior al que vendieron. Ello, plantea una posibilidad que debió ser estudiada, frente a la presunción en que se apoya el fallo, por el sentenciador, en tanto fue alegada y probada por los recurrentes.

Valga puntualizar, a estos mismos efectos, otro elemento de juicio, que no fue considerado en el dictamen que asume el fallo, cual es, que el comprador del paquete mayoritario, que se hallaba en manos de aquéllos que participaron en la negociación, tenía también la intención de adquirir el capital social adicional y ello fue expuesto en la carta de intención, pero a ellos no se refiere como a los vendedores, sino como ciertos accionistas vinculados a los vendedores (ver fs.477, cláusula 2ª). Por ello establecieron la prohibición de que se hicieran conocer los datos de la misma a terceros y se negociaran acciones por los vendedores (hay que recordar que se daba la posibilidad de comprar un porcentaje cercano al veinte por ciento en manos del grupo familiar, con una valuación primaria prefijada -ver fs.477, párrafo 2º-). Resulta claro de lo expuesto, que la pretensión era impedir la modificación de la situación de otros posibles vendedores de acciones, entre ellos también, los titulares del paquete adicional, o que se alterara la condición original de los vendedores.

Tampoco para acreditar la supuesta afectación de los intereses del comprador, también fundamento y motivación de la sanción, se toma en cuenta que no se produjeron cambios de significativa importancia en el valor de las acciones, sino, como surge del citado informe de la Subgerencia de Monitoreo de Mercados de fs.37/38, una baja de mínima entidad, con lo cual la incidencia supuesta o posible de una conducta notoriamente diferente a la regular, influenciada por el conocimiento puntual del dato por parte de los sancionados, no se dio, alterando el valor de las acciones, producto de la demanda de quienes sabían el posible precio de cierre de la compra.

Lo cierto e indiscutible, es que la bolsa operó respecto del papel, conforme surge de las probanzas agregadas a autos, con bajas y alzas, inclusive irregulares y ello fue así en razón, no desdeñable, de las noticias de la prensa acerca de la posible pero no confirmada transferencia, lo cual permitiría inferir, en mi parecer, que por la aludida razón, el comportamiento de los sancionados también siguió esa tendencia irregular, con la característica propia de cualquier accionista, comprar las mismas cuando bajan y venderlas cuando suben, obteniendo ganancias en el juego propio de la bolsa.

Si bien puede resultar admisible, especular con que los sancionados conocieron los datos precisos por la infidencia de los negociadores, también lo es preguntar, porqué, como se dijo, no retuvieron sus tenencias hasta el final, cuando podían vender al comprador Nabisco, y por el contrario, se comportaron como normalmente lo hace cualquier accionista de bolsa, vendiendo en un momento significativo de alza. Observo, por otro lado, que no se tomó en consideración, que



lo hicieron a un precio más bajo del de cierre de la operación de compraventa del paquete mayoritario.

Es del caso también analizar, a los fines de resolver en justicia y dada la vinculación que se presenta entre la conducta de la recurrente con la del imputado Montagna, las otras posibilidades que se derivan de la situación planteada. El negociador Gilberto Montagna habitualmente actuaba como transmisor de los pedidos de los otros accionistas para operar en la compra y venta de acciones, extremo que no se halla desvirtuado, ni probado lo contrario. Tampoco se probó fehacientemente que fue el transmisor del dato relevante y no respetó el acuerdo, lo que convierte estos hechos en una simple especulación del órgano sancionador, motivo por el cual considero que no existía óbice alguno para que continuara aceptando como natural el pedido de ordenar las compras y ventas al agente, siempre guardando el silencio al que se había comprometido.

De todo lo expuesto, cabe concluir, que no se probó, como se dijo, que el sancionado negociador Gilberto Montagna, haya transmitido la información relevante del precio de base y de cierre a los socios parientes o conocidos, que los restantes imputados hayan corroborado tal afirmación, que los mismos se hallaban impedidos de negociar sus acciones por el citado conocimiento, que hayan influido en la operatoria bursátil con su comportamiento en el mercado, ni que de ello se haya derivado un perjuicio a otros accionistas, a la confiabilidad del mercado o al comprador de las acciones, conclusiones que si bien no sirven de por sí para exculpar en el marco de una figura punitiva de mero peligro vale para sumar más dudas sobre el eventual conocimiento del precio, ya que en tal caso los perjuicios al mercado debieron ocurrir casi indefectiblemente.

Muy por el contrario, de los testimonios y pruebas obrantes en autos, surge que los imputados negaron en todo momento haber conocido la información relevante, que obraron según un comportamiento regular y habitual de cualquier accionista, en un medio que se vale de información o datos al que tienen acceso la generalidad de los iniciados en el juego de la operatoria bursátil, a través de los agentes de bolsa, u operadores destacados que los asesoran, así como de información supuestamente reservada, que las más de las veces, no lo es tal, porque es objeto de análisis y comentarios de especialistas en los diversos medios de comunicación en las secciones correspondientes, como se ha probado en autos con las copias de publicaciones de diversos medios de prensa que comentan la transferencia del paquete accionario desde el comienzo de las negociaciones.

Por último, corresponde reiterar la loable iniciativa de los órganos administrativos de control, tendiente a asegurar la transparencia del mercado, mediante figuras como la del "insider trading", requiere un alto grado de prudencia y para ello una acreditación muy específica y puntual, que asegure inequívocamente que la conducta de los supuestos infractores se ha producido.

Lo contrario, importa provocar que, figuras abiertas y necesariamente ambiguas, propias de las dirigidas al accionar de actividades como las de participar en un mercado bursátil, permitan sancionar de modo grave a partir de una convicción meramente subjetiva, proveniente de circunstancias dudosas o que ofrecen diversa interpretación, el libre ejercicio de una actividad lícita y con apoyo en el derecho de ejercicio de libre comercio y contratación que tiene amparo constitucional.

Es de tener en cuenta, que la actividad bursátil, si bien en principio sólo es accesible con ventaja segura para los llamados "iniciados", exige para su éxito que, para operaciones de compra y venta se pueda disponer de información privilegiada, la cual, de existir, excluye la incertidumbre de los resultados positivos. Mas cabe



señalar que, por un lado, el hecho de constituirse en poseedores de tales informes no los coloca de por sí en infracción de pleno derecho, sino que deben violarse las previsiones legales que les impiden aprovechar su situación de ventaja, y por otro, no acredita que son los únicos que pueden poseer información, pues tampoco puede pasar inadvertido que la particular actividad de marras, lleva al común o a la generalidad a recurrir a profesionales experimentados que actúan en interés de aquellos que les confían sus ahorros, a los que les otorgan la capacidad de prever, porque ello les infunde confianza.

Debe computarse, finalmente, que el aprovechamiento de esta situación ha generado la necesidad de regular la aparición de la figura del "insider trading", pero ello no elimina la potencial desigualdad entre los operadores, que se valen de información o datos aprovechables de supuestos conocedores y/o que muchas veces la fuente del dato, consiste en la correcta lectura del operador, de datos que son públicos, al cual tiene acceso la generalidad y tal conducta no parece que fuera reprochable, ni excluye lo aleatorio de su resultado.

Por último, sentada la falta de acreditación fehaciente de que los imputados hayan infringido las normas de la Resolución N° 221 de la Comisión Nacional de Valores, considero que se torna abstracto tratar la inconstitucionalidad alegada, máxime cuando declarar la inconstitucionalidad de una norma, como lo tiene dicho V.E. de manera reiterada, es un acto de suma gravedad institucional, a cargo del Poder Judicial de la Nación, que debe ser considerado la ultima ratio del orden jurídico (Fallos: 312:435; 312:1681; 314:407), al que sólo cabe acudir cuando no existe otro modo de salvaguardar algún derecho o garantía amparado por la Constitución (Fallos: 316:779, 2624).

Por ello, opino que V.E. debe revocar el fallo de la Cámara de Apelaciones en lo que fue materia del recurso, declarando la absolución de la acusada por las imputaciones efectuadas y dejar sin efecto la sanción impuesta.

Buenos Aires, 4 de junio de 1999.

NICOLAS EDUARDO BECERRA

ES COPIA

.....
Fallo de la CSJN

Buenos Aires, 27 de septiembre de 2001.

Vistos los autos: "Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. s/ transferencia paquete accionario a Nabisco".

Considerando:

1°) Que la Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial -al remitirse a los fundamentos del dictamen del fiscal- confirmó la resolución de la Comisión Nacional de Valores que había impuesto sanciones de multa a Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi, Gilberto L. Montagna y Francisco Prea, por considerarlos incurso en la infracción que reprime el art. 21 de la resolución general 227 de la Comisión Nacional de Valores y la ley 17.811 -uso indebido de información privilegiada y no pública-, en el marco de las negociaciones efectuadas



para la transferencia del paquete accionario de control del Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. a la firma Nabisco Internacional Inc.

2º) Que contra ese pronunciamiento la sumariada Beatriz Auge de Spaghi dedujo recurso ordinario de apelación ante esta Corte, el que fue concedido a fs. 1440. El memorial de agravios obra a fs. 1455/1489, y su contestación a fs. 1496/1498. Los demás sancionados interpusieron el recurso extraordinario de fs. 1395/1438 -al que se adhirió la señora de Spaghi, fs. 1438 in fine- que al ser denegado motivó la deducción del recurso de queja E.37.XXXIV.

3º) Que, al ser este Tribunal el juez del recurso, corresponde examinar en primer lugar -dada la preeminencia reconocida al recurso ordinario de apelación ante el conocimiento más amplio que él presupone- si ha sido concedido debidamente. Esta Corte ha resuelto en reiteradas oportunidades que el beneficio de la tercera instancia tiene por objeto proteger los intereses del fisco nacional y conceder mayor seguridad de acierto a las sentencias que deciden cuestiones de determinada cuantía en tanto comprometan de ese modo el patrimonio de la Nación (Fallos: 241:218; 304:984 y 320: 2379).

4º) Que, en tales condiciones, se requiere para la procedencia del recurso previsto en el art. 24, inc. 6º, ap. a, del decreto 1285/58, que la materia debatida ante esta Corte afecte el patrimonio estatal (Fallos: 203:155; 229:452 y 320:2379). En el sub lite, la recurrente cuestiona la sanción administrativa impuesta por la Comisión Nacional de Valores y confirmada por la cámara. Tal sanción pecuniaria, aplicada en virtud del ejercicio del poder de policía del Estado, 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. De ahí que la multa impuesta (ya sea que se la considere administrativa, disciplinaria o represiva) no tiene carácter resarcitorio ni retributivo del posible daño causado, por lo que no existe un interés económico sustancial del erario público (Fallos: 241: 218 y 304:984).

5º) Que, en efecto, en el caso no se cuestiona una deuda dineraria de carácter indemnizatorio, sino una sanción administrativa pecuniaria, cuya finalidad es castigar al infractor por no haber cumplido con los deberes impuestos por el ordenamiento jurídico especial. En estos supuestos el Estado no actúa en calidad de titular de un derecho creditorio sino en función de su poder de policía para la defensa de la transparencia del mercado bursátil.

6º) Que, por otro lado, el eventual y secundario interés fiscal que pueda tener la Nación en la percepción de ingresos provenientes de la aplicación de aquella sanción en juicios de esta naturaleza, no basta para autorizar el recurso ordinario de apelación, toda vez que no puede hablarse de valor disputado cuando lo que está en juego es la aplicación de una sanción administrativa -disciplinaria o represiva- cuya finalidad es restaurar el orden jurídico infringido, para cuyo cometido es necesario herir al infractor en su patrimonio y no reparar un perjuicio o constituir una fuente de recurso para el erario. Por lo que, al no existir un interés económico de la Nación en juego, corresponde declarar inadmisibles el recurso ordinario de apelación deducido por la sumariada.

7º) Que, no obstante lo expuesto, corresponde que esta Corte trate los agravios formulados en el memorial de fs. 1455/1489 conjuntamente con el recurso extraordinario deducido por los restantes sumariados. Ello es así toda vez que lo decidido en los considerandos precedentes ha importado un cambio de la doctrina de esta Corte en relación a lo que se resolvió, con otra integración, en Fallos: 303:1776 -con referencia a sanciones disciplinarias aplicables por el Banco Central-



y a las particularidades del caso. De ahí que el rigor de los razonamientos debe ceder frente a la necesidad de no desnaturalizar la garantía de la defensa en juicio, especialmente cuando los agravios de la sancionada resultan ser semejantes a los formulados en el recurso extraordinario federal de fs. 1395/1438, al cual, por otro lado, se adhirió la apelante, en especial cuando así lo ha reconocido expresamente la parte apelada a fs. 1498. De tal modo, y con carácter excepcional, se evita frustrar el acceso de la justiciable a esta instancia cuando lo que ella pretende es precisamente el resguardo de sus garantías constitucionales.

8º) Que los recurrentes plantean la arbitrariedad del fallo por no constituir una derivación razonada del derecho vigente de conformidad a las constancias de la causa y cuestionan la validez constitucional de los arts. 1, 11, 21, 22, 25, 26 y 27 de la resolución general 227 de la Comisión Nacional de Valores, reglamentaria de la ley 17.811. De ambas impugnaciones corresponde considerar en primer término la aducida arbitrariedad pues, de configurarse ella, no habría sentencia propiamente dicha (Fallos: 312:1034; 317:1454 y 318:189).

9º) Que los agravios deducidos sobre aquella base suscitan cuestión federal bastante para habilitar la instancia, sin que obste a ello que conduzcan al examen de cuestiones de hecho, prueba y derecho procesal, toda vez que lo resuelto sobre temas de esa índole admite revisión en supuestos excepcionales cuando la sentencia impugnada satisface sólo en apariencia la exigencia constitucional de adecuada fundamentación y omite el tratamiento de planteos oportunos y serios de las partes, conducentes, en principio, a la solución del pleito (Fallos: 303:1017; 311:119 y 318:189).

10) Que este Tribunal ha resuelto en reiteradas oportunidades que los fallos de los jueces deben ser fundados, es decir, contener una exposición suficiente y clara de las razones que, con arreglo al régimen normativo vigente y a las circunstancias de la causa, den sustento a su decisión (Fallos: 312:182 y 317:1852). Tal exigencia, aplicable particularmente en el caso en razón de la necesidad de una revisión judicial de decisiones de órganos administrativos, no ha sido satisfecha. En efecto, el a quo, al remitirse in totum al dictamen del fiscal de la cámara, no se hizo cargo de los agravios expresados por los sumariados, prima facie conducentes a resolver en definitiva sobre la responsabilidad imputada a los recurrentes por la comisión de la infracción del "insider trading".

11) Que los recurrentes se agraviaron porque la Comisión Nacional de Valores había realizado una valoración fragmentaria de las declaraciones de fs. 906/913, 417/419 y 574/580 y de la prueba presuncional, en cuanto no había examinado si los indicios a que se refiere revelaban por sí mismos o por su conexión aptitud suficiente y univocidad en el resultado de la interpretación. No obstante la trascendencia de tales planteos para determinar si realmente Montagna había transmitido información privilegiada y no pública y si los restantes sumariados habían actuado en el mercado con conocimiento de tal información, el tribunal se limitó a reiterar los mismos fundamentos dados por el organismo administrativo, sin realizar en concreto un examen crítico de tales argumentos.

12) Que, además, la cámara no valoró el alcance que debía otorgarse al informe de la Subgerencia de Agentes de Monitoreo de Mercados de fs. 37/38, a la planilla de fs. 894 y a la difusión periodística que había tenido la negociación de los títulos valores de la sociedad Terrabusi, impugnaciones que debieron ser objeto de un detenido y prudente examen a fin de determinar si los sumariados, al igual que los restantes inversores, habían operado en el período de las negociaciones debido a un constante y homogéneo seguimiento de las oscilaciones bursátiles bajo las cuales operó el mercado en esos tiempos, o si la conducta de aquéllos había sido



diferente de la habitual en razón del supuesto conocimiento del precio inicial y final de las acciones convenido entre las partes negociadoras.

13) Que, por otro lado, con respecto al ingeniero Montagna, el tribunal consideró que era responsable por haber estado en conocimiento de tal información -por haber intervenido directamente en la operación- y por haber actuado en el mercado a nombre de un tercero, mientras aquélla no se había hecho pública, pero sin resolver si el sumariado había actuado como comisionista o como simple mensajero. Cuestión ésta que necesariamente debió ser objeto de un examen previo para llegar a aquella afirmación.

14) Que, finalmente, a igual conclusión corresponde llegar con respecto a los planteos referentes al carácter confiscatorio de las multas impuestas y a la inconstitucionalidad del carácter devolutivo del recurso previsto por el art. 14 de la ley 17.811, toda vez que sobre la base de meras afirmaciones dogmáticas y un excesivo rigor formal en la apreciación de las circunstancias de la causa, la cámara consideró que no correspondía su tratamiento. En efecto, el a quo se limitó a sostener que tales agravios resultaban extemporáneos, sin valorar que las sanciones pecuniarias sólo pudieron ser impugnadas una vez que el organismo determinó su monto y que en los escritos de descargo los recurrentes habían planteado la invalidez de diversas normas, entre ellas la atinente al modo como debía concederse el recurso de apelación establecido por la ley 17.811.

15) Que, en tales condiciones, debe ser descalificado el fallo apelado con arreglo a la doctrina de la arbitrariedad de sentencias, pues al no tratar concretamente los agravios de los recurrentes carece de una decisiva fundamentación, lo que afecta gravemente la garantía del debido proceso legal (art. 18 de la Constitución Nacional); sin que lo expuesto implique pronunciamiento alguno sobre la solución que, en definitiva, corresponde otorgar a la causa.

Por ello, y lo concordantemente dictaminado por el señor Procurador General, se declara inadmisibles el recurso ordinario de apelación concedido, sin costas en esta instancia pues la apelada no cuestionó la procedencia formal del mencionado recurso. Se hace lugar a la queja, se declara procedente el recurso extraordinario de los sancionados y se deja sin efecto la sentencia apelada. Con costas. Vuelvan los autos al tribunal de origen a fin de que, por medio de quien corresponda, proceda a dictar nuevo fallo con arreglo a lo expresado.

Notifíquese, agréguese la queja al principal, devuélvase el depósito y remítase.

JULIO S. NAZARENO (en disidencia)- EDUARDO MOLINE O'CONNOR - CARLOS S. FAYT - AUGUSTO CESAR BELLUSCIO - ENRIQUE SANTIAGO PETRACCHI - ANTONIO BOGGIANO (en disidencia)- GUILLERMO A. F. LOPEZ - GUSTAVO A. BOSSERT - ADOLFO ROBERTO VAZQUEZ.

ES COPIA

DISI-//-

-//-DENCIA DEL SEÑOR PRESIDENTE DOCTOR DON JULIO S. NAZARENO Y DEL SEÑOR MINISTRO DOCTOR DON ANTONIO BOGGIANO

Considerando:

1º) Que la Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, por los fundamentos del dictamen del señor Fiscal de Cámara don Raúl Calle Guevara,



confirmó la resolución de la Comisión Nacional de Valores que impuso sanciones de multa a Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi, Gilberto L. Montagna y Francisco Prea, por considerarlos incurso en la infracción contemplada en el art. 21 de la resolución general 227/93 de la Comisión Nacional de Valores y la ley 17.811 sobre uso indebido de información privilegiada y no pública, en el marco de las negociaciones efectuadas por la transferencia del paquete accionario de control de Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. a la sociedad Nabisco Internacional Inc.

2°) Que contra ese pronunciamiento la sumariada Beatriz Auge de Spaghi dedujo recurso ordinario de apelación ante esta Corte, el que fue concedido a fs. 1440. El memorial de agravios obra a fs. 1455/1489 y su contestación a fs. 1496/1498. Los demás sancionados interpusieron el recurso extraordinario de fs. 1395/1438 -al que adhirió la señora de Spaghi, fs. 1438 in fine- y que al ser denegado motivó la deducción del recurso de queja E.37.XXXIV.

3°) Que el recurso ordinario de apelación interpuesto por la señora Beatriz Auge de Spaghi resulta formalmente procedente pues se encuentran reunidos los requisitos del art. 24, inc. 6°, ap. a, del decreto-ley 1285/58, por estar dirigido contra una sentencia definitiva, hallarse involucrada una entidad autárquica del Estado Nacional y ser el monto cuestionado superior al previsto en la resolución 1360/ 91.

4°) Que la similitud de los agravios formulados por los restantes sumariados en el recurso extraordinario, al que también adhirió la señora de Spaghi y que cumple con los recaudos que hacen a su admisibilidad formal, torna adecuado el tratamiento de ambas apelaciones en forma conjunta y, con carácter excepcional, a fin de resguardar la defensa en juicio de todos los recurrentes y la trascendencia de las cuestiones que por primera vez son traídas a esta Corte, atender sus agravios con la amplitud propia de la apelación ordinaria.

5°) Que por resolución 11.377 del 11 de julio de 1996 la Comisión Nacional de Valores aplicó a los recurrentes la sanción de multa prevista en el art. 10 inc. b de la ley 17.811 (modificada por la ley 24.241) a Beatriz Auge de Spaghi (\$ 800.000), Patricio Spaghi (\$ 100.000), Gilberto L. Montagna (\$ 250.000), Francisco Prea (\$ 35.000) por infracción al art. 21 de la resolución general 190/91, modificada por la 227/93 de ese organismo.

Se imputó a los sumariados haber realizado negociaciones bursátiles incompatibles con la posición que tenían en el Establecimiento Modelo Terrabusi S.A., según las normas que sancionan el uso indebido de información relevante y no pública a la que habían tenido acceso en virtud de esa posición.

6°) Que, entre los antecedentes relevantes, se tuvo en cuenta la posición que ocupaba cada uno de ellos en la empresa y las relaciones de parentesco que los unía. Se destacó que en el curso de las reuniones preliminares, en las que participaron los señores Reyes Terrabusi y Montagna -presidente y vicepresidente segundo de la mencionada sociedad-, se llegó a un "acuerdo de entendimiento" en el cual Nabisco manifestó su intención de adquirir hasta el 71,16% de ese paquete a razón de \$ 5,80 la acción (la información relevante). A través de dicho acuerdo los nombrados confirmaban su intención de vender el 53,93% de las acciones y el restante 17,24% del capital se integraría con las tenencias de A. Spaghi, Prea, Camoletti de Terrabusi, Repetto y otros (accionistas adicionales), condicionado a la conformidad de éstos.

Dicha operación se encontraba sujeta, entre otras obligaciones, a que durante la fecha de vigencia (9/12/93) y la fecha de cierre (28/2/94) "a) Los vendedores no venderán ni negociarán directa o indirectamente acciones de Terrabusi ni inducirán a terceros a negociar dichas acciones ni mantendrán conversaciones relacionadas



con la venta de las acciones a un tercero" (...) "d) NII no divulgará total o parcialmente la Información Relevante a terceros excepto cuando sea requerido por la ley o regulaciones o cuando sea convenido de común acuerdo por las partes. Ni NII ni los vendedores revelarán a terceros el contenido de esta carta o las negociaciones existentes entre ambas partes". El 3/12/93 los señores Reyes Terrabusi y Montagna suscribieron dicho acuerdo.

No obstante haberse fijado como fecha límite el 28 de febrero de 1994 para llegar al acuerdo definitivo, dicho término sufrió sucesivas prórrogas debido a que surgieron divergencias entre las partes; primero, en cuanto al precio, y después, respecto de la integración de cierta garantía que, exigida por la compradora para atender eventuales pasivos ocultos, fue resistida por Reyes Terrabusi, lo que paralizó las negociaciones hasta que, convocados los demás accionistas, aceptaron integrarla. Finalmente, solucionadas las diferencias, la compraventa se celebró el 14 de abril de 1994 en un precio de \$ 6,50 la acción.

7º) Que la Comisión Nacional de Valores sostuvo que los sumariados conocieron desde el inicio el precio de las acciones ofrecido por Nabisco, lo que les imponía, a su juicio, evitar toda intervención en el mercado relacionada con ellas hasta que esa información se hiciera pública. Les reprochó que durante el lapso transcurrido hasta que la venta se concretó, hubieran realizado las operaciones bursátiles que se comprobaron en autos, violando su deber de abstenerse y colocándose en mejores condiciones que los demás operadores, habida cuenta de que, conociendo ese precio, pudieron especular con la venta de las acciones cuando su cotización en el mercado lo superaba, y con su compra cuando esa cotización era menor.

8º) Que dicho organismo encuadró las conductas en las disposiciones de su resolución general 227/93 que en su art. 11 establece que "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 respecto al desenvolvimiento o negocios de una sociedad con oferta pública autorizada que aún no haya sido divulgada públicamente y que, por su importancia, pueda afectar la colocación de títulos valores o el curso de su negociación en los mercados deberá guardar estricta reserva".

Por su parte el art. 21 -cuyo incumplimiento se les imputó a los sumariados- dispone que esas personas "...no podrán valerse de la información reservada allí referida 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".

9º) Que la cámara, al entender en el recurso de apelación previsto por el art. 14 de la ley 17.811 y con remisión al dictamen del fiscal general, confirmó la sanción impuesta a los recurrentes. Rechazó en primer lugar las objeciones que efectuaron los sumariados en punto a la validez constitucional de la resolución general 227 de la Comisión Nacional de Valores, en cuanto según alegaron, era violatoria del principio de legalidad contenido en el art. 18 de la Constitución Nacional. Señaló al respecto, que la exigencia constitucional de que la conducta y la sanción se encuentren previstas con anterioridad al hecho por una ley en sentido estricto, se hallaba cumplida en el caso a través del art. 80 del decreto 2284/91 que establece la competencia de dicho organismo para reglamentar las restricciones aplicables al uso de información por parte de las personas autorizadas a intermediar en la oferta pública de títulos valores, administradores, gerentes, empleados y cualquier otra persona vinculada a las sociedades emisoras, en transacciones con tales instrumentos. Agregó que las sanciones aplicadas, también tenían fuente legal, en



virtud de la modificación introducida al art. 10, inc. b, de la ley 17.811 en la ley 24.241, que contempla a las personas físicas o jurídicas que no cumplan las disposiciones de esta ley y las normas reglamentarias.

10) Que, en este contexto, encontró cumplida, en virtud de la reglamentación cuya validez se cuestiona, la exigencia de la determinación legislativa previa de hechos punibles y sanciones a aplicar. Señaló, al respecto que las resoluciones atacadas se dictaron en el marco del razonable ejercicio del poder de policía estatal tendiente a asegurar la necesaria transparencia del sistema de oferta pública de títulos valores, habida cuenta del valor que el legislador ha acordado al bien jurídico a proteger.

11) Que tras efectuar un relato de los hechos objeto del sumario, entre ellos -las negociaciones entre los directivos de Terrabusi y Nabisco para la transferencia del paquete accionario, determinación de valores, relaciones de familia entre los sumariados y las operaciones bursátiles que se llevaron a cabo durante las tratativas- destacó que tales hechos no eran discutidos por los recurrentes, quienes sólo ponían en tela de juicio las conclusiones que, con base en ellos determinaron el encuadre de sus conductas en las prescripciones de la resolución general 227/93.

12) Que, por otra parte, realizó un análisis de la figura del "insider trading", de reciente incorporación a nuestro ordenamiento jurídico por vía de las resoluciones generales 190/91 y 227/93, sobre la base de su tratamiento en derechos extranjeros, para concluir que no compartía la postura de los apelantes en el sentido de que el "insider trading" requiere la demostración de un daño específico, que consiste en la intrínseca aptitud de los antecedentes que obran en su conocimiento para influir de algún modo en la colocación de los títulos valores o en el curso de la negociación. Sobre el particular expresó que la infracción no requería la efectiva alteración del mercado mobiliario, sino que la agresión al bien jurídico tutelado se produce cuando existe la mera posibilidad de que el uso de información privilegiada altere la pars condictio, pues la norma contempla una infracción de peligro abstracto, que no exige que la conducta descrita tenga un efecto negativo sobre la cotización.

13) Que, tras la valoración de la prueba a la luz de los agravios propuestos por los apelantes, concluyó que: a) de conformidad con el "acuerdo de entendimiento" y a la jurisprudencia del derecho comparado sobre el tema, el precio de \$ 5,80 por acción sí era información relevante; b) los términos de dicho "acuerdo" prohibieron su divulgación; c) el valor de la acción, y su consiguiente conocimiento, por su importancia podía "afectar la colocación de títulos valores o el curso de su negociación" (art. 11 de la resolución general 227/93); d) de las propias declaraciones de los sumariados y no sólo por el sistema de presunciones, todos -con excepción de Esteban Repetto- estaban al tanto de los términos del acuerdo preliminar, incluido el precio; e) casi todos los protagonistas tenían vínculos familiares, se desempeñaban en el mismo ámbito de trabajo y tenían un compromiso que los obligaba a consultarse cuando alguno de ellos tenía intención de vender sus tenencias accionarias; f) el convenio firmado entre Reyes Terrabusi y Montagna, por un lado y Nabisco por el otro, afectaba también los paquetes accionarios de los restantes sumariados; g) las conclusiones de la Comisión no se basaron en meras suposiciones, sino en presunciones como medio de prueba fundamental en la indagación de infracciones en figuras como el "insider trading"; h) cabía considerar -sobre la base de tales presunciones- que todas las intervenciones en el mercado que se mencionaban en el acto recurrido, importaban una clara violación a lo estatuido; i) la situación del imputado Montagna merecía especial consideración por cuanto no sólo transmitió información privilegiada, a cuya reserva se hallaba obligado, sino que negoció por cuenta de otro, volúmenes considerables de acciones durante el período de negociación; j) igual reproche



debía hacerse extensivo a la señora Auge de Spaghi y Prea quienes eran "insiders" de pleno derecho y respecto de A. Spaghi que operó en la bolsa, por cuenta de su madre y declaró que daba las instrucciones a Montagna quien, a su vez, las transmitía al agente de bolsa.

14) Que, asimismo, consideró que resultaban inoficiosos los agravios vinculados al monto en que se calculó el beneficio obtenido por los recurrentes, pues el art. 10 de la ley 17.811 reformado por la ley 24.241 establecía multa de mil a cinco millones de pesos "la que podrá elevarse hasta cinco veces el monto del beneficio obtenido del perjuicio evitado como consecuencia del obrar ilícito, si fuera mayor". Juzgó, además, que correspondía descartar el carácter confiscatorio de las multas impuestas y la inconstitucionalidad del carácter devolutivo del recurso previsto por el art. 14 de la ley 17.811 por extemporáneos. Concluyó que, admitida la validez de la escala legal, las multas debían ser confirmadas, no sólo por la gravedad de las conductas que se juzgaban, sino también por la entidad del negocio en cuyo marco se cometió la infracción.

15) Que, en lo sustancial, los recurrentes cuestionan la validez constitucional de los arts. 1, 11, 21, 22, 25, 26 y 27 de la resolución general 227 de la Comisión Nacional de Valores en tanto establecen un gravosísimo régimen punitivo en flagrante violación de principios de legalidad y de reserva contenidos en los arts. 18 y 19 de la Constitución Nacional. Sostienen, asimismo, que la cámara incurre en arbitrariedad -al igual que la citada comisión- al tergiversar las declaraciones testimoniales y valorarlas en forma fragmentaria arribando a conclusiones erróneas. Se agravan también por estimar equívoca, ambigua y carente de rigor jurídico la prueba de presunciones a la que califican de ineficaz para constituir un medio de prueba fundamental en la indagación de las infracciones de autos. En tal sentido afirman que la cámara parte de falsas premisas basadas sólo en las operaciones bursátiles efectuadas por los sancionados, en el hipotético conocimiento del precio ofrecido por Nabisco -sobre la base de hechos inexistentes- y de la presunta violación del deber de reserva por parte del ingeniero Montagna. Sostienen que la sentencia es arbitraria por efectuar una apreciación irracional e inadecuada de las probanzas de autos, así como prescindir de elementos conducentes tales como la difusión periodística durante el período analizado y el informe de la Subgerencia de Agentes de Monitoreo de Mercados del que surgiría que para esa época no se produjeron cambios de significativa importancia en el valor de las acciones. Asimismo tachan de inconstitucional por confiscatorias las multas aplicadas, como lo resuelto por el a quo en torno a la extemporaneidad del planteo. Solicitan, además, la inconstitucionalidad del carácter devolutivo del recurso de apelación contra la resolución 11.377 CNV.

16) Que corresponde tratar en primer término el agravio dirigido a cuestionar las facultades de la Comisión Nacional de Valores para crear vía reglamentaria infracciones que, según sostienen los recurrentes, tienen carácter punitivo sin sustento normativo en la ley 17.811 ni en ley alguna.

17) Que la ley 17.811 de oferta pública ordenó una serie de aspectos del mercado de capitales y sujetó a un régimen especial a las personas que hagan oferta pública de títulos valores. Esta ley tuvo por fin proteger a los inversores, especialmente a aquellos que forman el medio común de los habitantes, y que por carecer de la información necesaria han padecido en mayor grado las consecuencias de la actividad de empresas improvisadas o carentes de la solidez necesaria para garantizar un seguro y productivo destino al ahorro público.

18) Que para llevar a cabo una adecuada protección al público inversor la citada ley delegó en la Comisión Nacional de Valores las facultades necesarias para el



cumplimiento de sus funciones autorizándola a dictar las normas a las cuales deben ajustarse las personas físicas o jurídicas que, en cualquier carácter, intervengan en la oferta pública de títulos valores, a los efectos de acreditar el cumplimiento de los requisitos establecidos en la ley (art. 7°). Por otra parte le corresponde establecer las normas a que deben ajustarse las personas físicas y jurídicas autorizadas para efectuar oferta pública, y quienes actúan por cuenta de ellas (art. 6°, inc. d).

19) Que, asimismo, sin perjuicio de las facultades de inspección, fiscalización e investigación la ley 17.811 le otorgó a la Comisión Nacional de Valores facultades disciplinarias autorizándola a sancionar a las personas físicas y jurídicas que no cumplieran las disposiciones de la ley y las reglamentaciones por ella creadas (art. 10).

20) Que, además, el art. 41 de la ley 23.697 de reforma del Estado facultó al Poder Ejecutivo Nacional a "dictar las normas necesarias para afianzar el funcionamiento del mercado de capitales". En función de dicha norma se dictó el decreto 2284/91 - ratificado posteriormente por la ley 24.307 B.O. 30/12/93-, cuyo art. 80 dispone: "Compete a la Comisión Nacional de Valores establecer los requisitos de información a los que deberán sujetarse las sociedades emisoras que hagan oferta pública de sus títulos valores, las personas autorizadas a intermediar en la oferta pública de títulos valores, sus administradores, gerentes, empleados y cualquier otra persona vinculada a ellas. La Comisión Nacional de Valores reglamentará las restricciones aplicables al uso de la información por parte de las personas antedichas en transacciones con títulos valores...".

21) Que desde antiguo esta Corte ha reconocido la constitucionalidad de normas legales que, al regular materias específicas de su incumbencia (arts. 14 y 67 inc. 16 -actual 75 inc. 18- de la Constitución Nacional) han instituido procedimientos administrativos, atribuyendo competencia a ciertos órganos, centralizados o no, para establecer hechos y aplicar sanciones correlacionadas con la función de policía social que tenían asignada (art. 67, inc. 28 -actual 75 inc. 32- de la Ley Fundamental), con la condición de que se preservara la revisión judicial de las decisiones adoptadas en el ámbito administrativo (Fallos: 157:386; 303:1776).

22) Que, asimismo ha afirmado, bien que con referencia a las facultades del Banco Central, pero con criterio aplicable al sub examine, que aunque tales reglamentaciones no provengan del Poder Ejecutivo, ello no es suficiente para negarles la eficacia que se cuestiona en el recurso, pues si bien, como principio, la reglamentación de las leyes corresponde al presidente de la Nación, nada obsta para que la ley asigne a un organismo descentralizado, la facultad de dictar normas específicas a las cuales debe ajustarse la actividad cuando están de por medio las exigencias provenientes de la complejidad de las funciones del Estado, toda vez que las atribuciones de que se trata no son aquellas a las que puede considerarse como indelegables en razón de su naturaleza (doctrina de Fallos: 269:19).

23) Que, las facultades sancionatorias que se atribuye a la Comisión Nacional de Valores no se hallan dirigidas a individuos cualesquiera, sino a cierta clase de personas físicas y jurídicas que desarrollan una actividad específica. Al respecto se ha sostenido que distintos órganos administrativos y aun ciertas instituciones que no forman parte, strictu sensu, de la administración, se hallan investidos de la facultad de aplicar medidas disciplinarias a las personas que se encuentran, respecto de ellas, en una situación de sujeción particular distinta del vínculo que liga a todos los habitantes del territorio nacional con el Estado (dictamen del señor Procurador General en Fallos: 251:343 y 275:265). En el caso, las normas que rigen las relaciones jurídicas entre la Comisión Nacional de Valores y las personas físicas y jurídicas sujetas a su fiscalización se desenvuelven en el marco del derecho



administrativo puesto que reglan el ejercicio del poder de policía del Estado sobre la actividad bursátil, y las personas físicas y jurídicas que intervienen en la oferta pública se encuentran sometidas a un régimen de sujeción particular.

24) Que tales facultades 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.

25) Que la precisión del hecho sancionable, frente a la normativa de que aquí se trata, por vía de reglamentación, en manera alguna supone atribuir a la administración una facultad indelegable del Poder Legislativo, tratándose, por el contrario, del ejercicio legítimo de la potestad reglamentaria discernida por el art. 99, inc. 2° de la Constitución Nacional, razón por la cual las sanciones que esta institución puede aplicar, de acuerdo con el art. 10 de la ley 17.811, tienen carácter disciplinario y no participan de la naturaleza de las normas del Código Penal.

26) Que, en consecuencia, la Comisión Nacional de Valores no aplica penas por delitos, sino sanciones por infracción a las normas de policía por cuya observancia debe velar, con sujeción a revisión judicial "sin perjuicio de las acciones civiles o penales pertinentes" (art. 10 de la ley 17.811; Fallos: 305:1125). Se trata de una regulación distinta, caracterizada por la existencia de una potestad jerárquica en la autoridad concedente y destinada a tutelar bienes jurídicos diferentes de los contemplados por las normas del Código Penal. En el caso el bien jurídico tutelado es impedir conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública de acciones de sociedades que cotizan en la bolsa.

27) Que, en consecuencia, no existe óbice constitucional para integrar la norma legal con otras disposiciones de distinta jerarquía, dictadas de acuerdo con facultades delegadas expresamente por la ley.

28) Que de conformidad con lo aquí expuesto, no es forzoso que las acciones susceptibles de ocasionar la imposición de medidas disciplinarias sean descriptas detallada y concretamente por el legislador, pues es suficiente que sea especificada por la autoridad administrativa, con referencia a supuestos previstos sólo de modo genérico por la ley.

29) Que, no es entonces de su esencia que se apliquen las reglas generales del derecho penal. Esa responsabilidad disciplinaria, no requiere la existencia de un daño concreto derivado de ese comportamiento irregular, pues el interés público se ve afectado aun por el perjuicio potencial que aquél pudiere ocasionar.

30) Que el principio de legalidad rige por cierto el ejercicio de la potestad disciplinaria. Empero, en la órbita de lo disciplinario sus exigencias se satisfacen con el requerimiento de que el organismo de aplicación se encuentra facultado por ley para imponer sanciones del tipo indicado, con relación a hipótesis descriptas tan sólo de una manera genérica como se sostuvo ut supra. En el caso, las previsiones contenidas en el art. 7 de la ley 17.811 y el art. 80 del decreto 2284/91 ratificado por la ley 24.307 (B.O. 30/12/93) bastan a los fines de aquella exigencia y permiten aventar las objeciones constitucionales expresadas.

31) Que la figura del "insider trading", tal como lo ha estudiado la instancia precedente, ha sido objeto de extenso tratamiento en el derecho comparado y fue incorporada a nuestra legislación en virtud de las resoluciones generales de la Comisión Nacional de Valores 190/91 y su modificatoria 227 del 26 de enero de 1993. La característica esencial de la condición de "insider" es disponer de



información confidencial, en razón de la posición preponderante que ostentan ciertas personas dentro de la empresa y que se valen de esa información relevante y no pública pudiendo realizar ganancias o evitar pérdidas para sí o para otros, a costa de los restantes inversores del mercado.

32) Que, en los derechos extranjeros considerados se ha procurado garantizar el buen funcionamiento del mercado de valores mobiliarios, que depende, en gran medida, de la confianza que él inspira a los inversores, basada fundamentalmente en asegurar a los inversores igualdad de condiciones. Por el contrario, las operaciones efectuadas por las personas que están en posesión de información privilegiada comprometen tal confianza, por el hecho de ofrecer ventajas a algunos inversores respecto de otros. Es fundamental que el mercado sea transparente y ordenado a fin de asegurar a los inversores la realidad y veracidad de las operaciones, como asimismo que los valores que en él se negocian reflejen un valor real. Tal es el sentido de la Directiva Comunitaria 592 del 13 de noviembre de 1989 que define con precisión el fundamento de la regulación del "insider trading".

33) Que las conductas impuestas por la resolución en examen tienden a asegurar la transparencia de los mercados prohibiendo, en general, todo acto u omisión, de cualquier naturaleza que afecte o pueda afectar la transparencia del ámbito de la oferta pública (art. 1º). La normativa impugnada determina por un lado el deber de guardar reserva y por otro la prohibición de utilizar información confidencial. Así resulta de sus arts. 11, 12 y 21 en cuanto impone a los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes, profesionales intervinientes y, en general, a cualquier persona que por su cargo o actividad, posición o relación, tenga acceso a información confidencial respecto al desenvolvimiento o negocios de una sociedad sujeta al ámbito de la oferta pública, y que sea capaz de influir de algún modo en el precio de los títulos, *la obligación de guardar estricta reserva*. Esta obligación se extiende -según lo dispone el mismo artículo en su párrafo segundo- a directivos, funcionarios y otros organismos y, por su parte, el art. 12 extiende el deber impuesto en el artículo anterior a todas aquellas personas que por relación temporaria o accidental con la sociedad o sujetos mencionados en él pudieran haber accedido a la información allí descripta.

34) Que por su parte, el art. 21 de la citada resolución le impone a las personas mencionadas en los arts. 11 y 12 *la prohibición de utilizar información reservada*, en la compra o venta de acciones o cualquier otro tipo de operación vinculada con la oferta pública, sea para beneficio propio o de terceros. En otras palabras, no podrán valerse de la misma en cualquier tipo de operación que se realice en el mercado de valores para obtener ventajas de tal información.

35) Que, la Comisión Nacional de Valores les imputó a los sumariados haber realizado negocios incompatibles con la posición que investían en Establecimiento Modelo Terrabusi S.A., en transgresión a las citadas normas por haber hecho uso indebido de información relevante y no pública -a las que tenían acceso, es decir el precio de la acción ofrecido por Nabisco- obteniendo con ello una situación objetiva de ventaja respecto del público inversor al operar en el mercado durante el período de tratativas de la venta del paquete accionario.

36) Que, en lo sustancial, los recurrentes discrepan con la valoración de la prueba que llevó al juzgador a entender que el ingeniero Montagna transmitió la información relevante y no pública y que los restantes sumariados con tal conocimiento realizaron las operaciones bursátiles durante el período de las negociaciones, negando alguno de ellos que tales operaciones sean por sí reveladoras de que hubieran estado al tanto del precio.



37) Que la demostración del conocimiento por parte de los sumariados de la información relevante y no pública impone recurrir a la prueba de presunciones pues, a diferencia de otras infracciones el "insider trading", no se caracteriza por una evidencia obvia, ya que por lo general tal infracción se origina en comunicaciones verbales de una persona a otra, máxime cuando como en el caso, quienes han intervenido están ligados por vínculos familiares y por comunidad de intereses. De allí que la prueba indirecta sea admitida y las presunciones adquieran singular importancia.

38) Que las constancias incorporadas a estos autos ofrecen presunciones suficientes, precisas y concordantes para concluir que los sumariados incurrieron en la infracción que les imputó la Comisión Nacional de Valores. En este sentido, pese a los esfuerzos recursivos para demostrar lo contrario, las defensas exculpatorias de los recurrentes no aportan ningún elemento nuevo de convicción u otras razones que justifiquen una solución distinta de la adoptada en la anterior instancia.

39) Que, en este sentido, no puede dejar de ponderarse las existencia de vínculos familiares entre los sumariados, ya que Auge de Spaghi, Carlos Reyes Terrabusi y Gilberto Montagna son primos entre sí; Patricio Spaghi es hijo de Beatriz Auge de Spaghi y sobrino de Reyes Terrabusi y Montagna; y Josefina Comoletti de Terrabusi era tía política de Montagna, de Auge de Spaghi y de Reyes Terrabusi y suegra de Francisco Prea. También quedó acreditado que aproximadamente el 70% del capital se encontraba concentrado entre los miembros de la familia, existiendo, además, relaciones de amistad entre los accionistas, quienes, según sus propias manifestaciones, tenían un acuerdo tácito de comunicarse entre sí cualquier decisión de vender acciones.

40) Que, además, todos los sumariados tenían una posición o cargo importante dentro de la sociedad: Reyes Terrabusi era presidente y vicepresidente de Terra Garba; Montagna: vicepresidente 2° de Terrabusi y secretario de Terra Garba; A. Spaghi: directora titular de Terrabusi y de Terra Garba; P. Spaghi: director suplente y director del Area de Relaciones Industriales e Institucionales; Prea: vicepresidente 1° de Terrabusi y miembro de su Dirección Ejecutiva y director titular de Terra Garba; Comoletti de Terrabusi: accionista de Terrabusi y Repetto: director suplente y director del Area Administrativa de Terrabusi.

41) Que las relaciones de familia, a la que los recurrentes le restan relevancia, no constituye un dato menor. En este sentido la jurisprudencia estadounidense otorga máxima relevancia en este tipo de infracciones a la relación de parentesco o amistad -combinada con la relación empresaria- considerando que es suficiente para presumir una conducta reveladora del "insider trading" (Securities and Exchange Commission versus Texas Gulf Sulphur Co. 1968; United States v. Chestman - 1991).

42) Que asimismo, resulta relevante, tal como puso de relieve la cámara, que el convenio firmado entre Reyes Terrabusi y Montagna y Nabisco, afectaba los paquetes accionarios del resto de los sumariados pues el 17,24% del capital de la sociedad (adicional al 53,93% y necesario para integrar el 71,16% de las acciones) estaba integrada por las tenencias de A. Spaghi, Prea, Comoletti de Terrabusi, entre otros y que de acuerdo al acta de intención la venta de ese 17,24% estaba condicionada a la conformidad de sus titulares (fs. 477).

43) Que, por otra parte, también se encuentra acreditado que desde el inicio de las negociaciones entre Nabisco y los vendedores, los sumariados realizaron diversas operaciones bursátiles, que se iniciaron a fines de enero de 1994 y se prolongaron hasta el cierre de la operación con Nabisco.



44) Que los recurrentes no logran desvirtuar lo afirmado por la cámara en cuanto a que todos los sumariados tuvieron conocimiento del precio inicial ofrecido por Nabisco, período en el cual, algunos de los sumariados vendieron y recompraron acciones de Terrabusi en el Mercado de Valores de Buenos Aires. Así surge 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. En este sentido los argumentos formulados por los recurrentes no resultan suficientes para destruir las diversas pruebas, indicios y presunciones que constan en la causa y que fueron debidamente ponderados por el a quo para llegar a la conclusión de que todos los miembros del directorio estaban al tanto de los términos del acuerdo preliminar incluido el precio de \$ 5,80 por acción.

45) Que, los recurrentes insisten en afirmar que sólo en los primeros días de abril de 1994 el ingeniero Montagna informó el precio de \$ 6,50 por acción, expresando que es inexacta la inferencia del ente de control y confirmada por la cámara, según la cual que dicha información fue anterior y se había producido en la última semana de marzo. En este sentido los recurrentes no logran desvirtuar las conclusiones de la cámara sobre la base de las manifestaciones de los sumariados y de las constancias de la causa, en torno a que si en el acta de directorio del 25 de marzo de 1994 (fs. 463) se ponía en conocimiento de los accionistas 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", cabía presumir, tal como lo puso de manifiesto la Comisión Nacional de Valores, que ya se había arribado a un acuerdo en cuanto al precio pues, si en dicha fecha las tratativas habían sufrido un sensible progreso, era porque se había superado el único tema en discusión: la garantía solicitada por Nabisco, consistente en retener parte del precio para hacer frente a la eventual existencia de pasivos sociales ocultos, que Reyes Terrabusi no aceptó y que determinó que los restantes vendedores la afrontaran, incluyendo la parte proporcional correspondiente al presidente.

46) Que los agravios de los recurrentes, en el contexto y la magnitud de la negociación de autos son inverosímiles, pues no parece razonable que ellos hayan resuelto integrar la garantía correspondiente a Reyes Terrabusi, que como accionista mayoritario no estaba dispuesto a pagar, sin estar en conocimiento del precio y las consiguientes ventajas que la operación les reportaría, por lo que la conclusión de la cámara en cuanto a que la consulta a los accionistas y la comunicación del precio final de \$ 6,50 por acción, necesariamente tuvo lugar antes de la reunión del 25 de marzo de 1994 -y no como señalan los recurrentes a principios de abril de 1994-, parece razonable y se ajustan rigurosamente a las conclusiones del sumario.

47) Que, por lo demás, ello es congruente con la circunstancia de 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 Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, según el compromiso asumido en esa reunión, lo que permitió a alguno de los sumariados continuar operando en rueda bursátil con la ventaja de poseer información no pública. Así surge de autos 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).



48) Que tampoco reviste la importancia que pretenden los recurrentes las informaciones periodísticas aparecidas durante el período de negociación, circunstancia que, a su juicio, descartaría lo afirmado por el sumariante respecto a que los restantes inversores hubieran estado en una situación de inferioridad con relación a ellos. Sin perjuicio de que los inversores no podían tener similar certeza a la de quienes estaban participando de la negociación y de que algunas de estas publicaciones fueron desmentidas a través de los mismos medios, la circunstancia de que personas totalmente extrañas a la entidad hubieran captado datos confidenciales de modo alguno tiene aptitud para relevar de la infracción a los sumariados, pues para que ésta se configure se requiere una vinculación, en razón del cargo, función o actividad del sujeto con la emisora. Tal deber de no valerse de información privilegiada pesaba sobre los sumariados, quienes se sometieron voluntariamente al régimen legal al solicitar autorización de oferta pública, razón por la cual en su carácter de "insiders" debían omitir toda intervención en el mercado relacionada con la información relevante.

49) Que, además, acreditado como ha sido el conocimiento de los precios de \$ 5,80 y \$ 6,50 por parte de los sancionados, sobre la base de indicios serios y concordantes, ninguna relevancia reviste el agravio referente a que los llamados "accionistas adicionales" no se hallaban afectados por la prohibición establecida en la carta de intención, dirigida sólo a los vendedores, por lo que nada obstaba a que operaran en el mercado, ni tampoco las conclusiones del informe de fs. 37/38 pues conociendo la "información reservada" por la posición que tenían en la empresa, y ante la posibilidad cierta de vender sus tenencias, se encontraban legalmente obligados a abstenerse de operar en el mercado.

50) Que, cobra aquí relevancia el derecho jurisprudencial de los Estados Unidos considerado por la cámara que se conoce como *abstain or disclosure rule* en tanto impone a aquellos "insiders" que posean información relevante, revelar la información a su cocontratante y, en el caso de serle legalmente imposible hacerlo, abstenerse de negociar en relación a los valores relacionados con dicha información hasta que la misma se convierta en pública (casos "Cody, Roberts & Co., de 1961 "SEC v. Texas Gulf Sulphur Co" de 1968; "Shapiro vs. Merrill Lynch" de 1974, fallados por la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito).

51) Que, con relación al ingeniero Montagna el tribunal consideró que era responsable por haber estado en conocimiento de tal información, por haber intervenido directamente en la operación y por haber actuado en el mercado a nombre de un tercero, mientras aquella no se había hecho pública. El recurrente sustenta su defensa en calificar su actuación como un simple mensajero. Sin embargo, el recurrente no logra desvirtuar el fundamento expuesto por la cámara y que, en definitiva, resulta de las propias conclusiones de la Comisión Nacional de Valores en cuanto a que para encuadrar su actuación en la figura de un comisionista resultaba sustancial la declaración del agente de bolsa Raimundez (fs. 416) que se refirió al modo de operar del ingeniero Montagna en los siguientes términos: "Diariamente el dicente, se comunicaba en la apertura de las operaciones bursátiles informándole la tendencia del mercado y en especial el estado de la plaza de Terrabusi. Que la instrucción para operar (tanto para comprar o vender) era a un precio y cantidad determinados por el ingeniero Montagna, que nunca tuvo discrecionalidad para operar libremente precio y cantidad. Se le informaba durante la rueda si se había cumplido con la instrucción dada, y que no se dejaba influenciar por los comentarios que el dicente le hacía acerca del estado de la plaza de Terrabusi. Que las órdenes eran diarias y caducaban al cierre de las operaciones del día. Una vez que se habían efectuado las operaciones éstas eran adjudicadas por el ingeniero Montagna a uno de los comitentes del grupo. Que en el período enero/abril de 1994 la cuenta de la comitente que más intervino fue la de Beatriz A.



de Spaghi". Cabe agregar que en ese período negoció en el mercado por cuenta de la señora de Spaghi en volúmenes considerables.

52) Que, en tales condiciones, resultan inconmovibles las conclusiones de la cámara en cuanto a que la conducta del ingeniero Montagna violó el deber de reserva al que se hallaba obligado por la carta de intención suscripta con los compradores y además, la obligación de no transmitir información privilegiada y no pública. A lo que se agrega, negociar en el mercado por cuenta de un tercero, la señora Beatriz Auge de Spaghi, mediando incompatibilidad para operar en este período, infringiendo de este modo el art. 21 de la resolución 227/93.

53) Que las críticas esgrimidas respecto de las consideraciones efectuadas por la cámara acerca de la conducta de la señora Auge de Spaghi, A. Spaghi, y Prea tampoco tienen el menor peso. En efecto, los recurrentes no han dado explicaciones que justifiquen una decisión distinta a la de la cámara, se limitan a reiterar agravios que ya han sido expuestos en el escrito de apelación, pero sin adentrarse en la refutación del sustrato fáctico que determinó la formulación de sus cargos. En este aspecto el fallo analiza cuidadosamente la prueba producida y efectúa un examen exhaustivo del conjunto de elementos de la causa indicativos de la posición que ocupaba cada uno en la empresa, las importantes negociaciones bursátiles con ventajas para sí y para otros, que en modo alguno los apelantes han logrado desvirtuar.

54) Que, también corresponde rechazar la queja formulada en torno al monto en que se estimó el beneficio obtenido, pues para establecer la sanción no se tuvo en cuenta únicamente el beneficio efectivamente obtenido, sino el grado de participación que tuvieron cada uno de los sumariados, responsabilidad en la infracción, así como las circunstancias agravantes o atenuantes en cada uno de los casos. Por lo demás, la responsabilidad disciplinaria no requiere la existencia de un daño concreto derivado de ese comportamiento irregular, pues el interés público se ve afectado aun con el perjuicio potencial que aquel pudiere ocasionar, es decir, con independencia de que éstos obtengan réditos económicos o no.

55) Que, la graduación de las sanciones pertenece, en principio, al ámbito de las facultades de la Comisión Nacional de Valores y sólo son revisables por la justicia en los supuestos de ilegitimidad o arbitrariedad manifiesta. En la especie no se advierte que, mediante las sanciones que fueran impuestas se encuentren configurados los supuestos que habilitarían a esta Corte a modificar su cuantía, máxime si fueron fijadas dentro de los límites que establece el art. 10 de la ley 17.811 (reformado por la ley 24.241).

56) Que, por otra parte, en orden al alegado carácter confiscatorio de la sanción, los recurrentes no demuestran que la extensión de las multas no guarden proporción con los intereses en juego ni tampoco que afecte desmesuradamente su capacidad económica ya que no se ha aportado prueba alguna que acredite las manifestaciones en tal sentido.

57) Que, finalmente, por el modo en que se resuelve resulta inoficioso el tratamiento de la inconstitucionalidad del art. 14 de la ley 17.811, en cuanto concede el recurso al sólo efecto devolutivo.

Por ello, oído el señor Procurador General, se declaran formalmente procedentes los recursos ordinario y extraordinarios interpuestos y se confirma la sentencia. Con costas. Notifíquese, agregúese la queja al principal, devuélvase el depósito y remitase.



<http://www.derecho-comercial.com>

JULIO S. NAZARENO - ANTONIO BOGGIANO.
ES COPIA 