



**"Comisión Nacional de Valores c/ Establecimiento  
Terrabusi S.A. s/ Transferencia de paquete accionario  
a Nabisco"**

*(CNSCom., Sala "D", 27 de agosto de 2002)*

En Buenos Aires, a los veintisiete días del mes de agosto de 2002, reúnen los señores Jueces de la Sala D de la Excelentísima Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial de la Capital Federal -en la cual se halla vacante la vocalía 10-, con la autorizante, para dictar sentencia en la causa "COMISIÓN NACIONAL DE VALORES C/ ESTABLECIMIENTO TERRABUSI S.A. S/ Transferencia de paquete accionario a Nabisco", registro 55.610/96, procedente de la Comisión Nacional de Valores, donde está identificada como expediente Nº 761 del año 1994.

El señor Juez Cuartero dice:

-I-

1. Mediante la carta de fs. 477, dirigida el 10.11.93 a los señores Carlos Aníbal Reyes Terrabusi y Gilberto Luis Montagna, Nabisco International Inc. confirmó su intención de adquirir las acciones de los destinatarios de esa misiva, las cuales representaban el 53,926 % del capital social emitido por Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. y el 58,947 % de los derechos de voto; ése por adquirir, fue denominado "El Capital Social Mínimo" y el precio de compra fue anunciado en un monto tal que representaba \$5,80 por acción.

En el punto 2 de ese documento se dejó constancia de que "Los Vendedores" tenían la creencia de que ciertos accionistas a ellos vinculados, estaban dispuestos a vender a Nabisco acciones no incluidas en "El Capital Social Mínimo", y la potencial adquirente confirmó que tenía la intención de comprar ese llamado "El Capital Social Adicional"; el precio de la probable adquisición sería igual que el anterior.

La compra de "Las Acciones" por parte de la remitente de esa carta quedó condicionada -entre otras cosas que no vienen al caso- al análisis por parte de Nabisco y de sus asesores de toda la información relacionada con Terrabusi S.A.,



necesaria o útil para determinar su situación financiera y la valuación de "Las Acciones", valuación que –en sí misma o en conjunto con la posición financiera de la sociedad, no interesa precisar el punto- fue denominada y calificada como "La Información Relevante" (punto 3. b. del documento).

Finalmente –en lo que aquí es menester comentar– en el punto 5. d de esa carta, Nabisco se comprometió a no divulgar total o parcialmente a terceros "La Información Relevante" –mientras pendiese la operación, y salvo ciertas excepciones que aquí no interesan-, y ambas partes se impusieron no revelar a terceros el contenido de ese instrumento, ni el de las negociaciones en curso.

2. Del acta de la asamblea ordinaria de accionistas de Terrabusi S.A. celebrada el 20.5.94 (fs. 9 de este expediente), resulta que al fundar su voto negativo a la aprobación de la gestión del directorio durante el período 1.1.94/14.4.94, un accionista relató que en ese lapso habían circulado muchas versiones sobre el precio de la venta de las acciones a Nabisco, rumores que "sólo pudieron emanar de las partes de la negociación".

También dijo ese accionista –y he aquí, probablemente, la génesis del presente conflicto, o la inicial exteriorización de sus motivos- que "... mientras estaban en curso las negociaciones, era "vox populi" en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y lo sabían casi todos sus Agentes, que miembros del ex Directorio de la Compañía y/o del grupo de control, por sí o por interpósitas personas, vendieron cantidades importantes de acciones por intermedio del Agente de Bolsa N° 187, señor Carlos Raimúndez, a precios de 6,20, 6,30 y 6,40 por acción. Por un lado, se hicieron correr rumores de que el precio de venta era mayor al que en definitiva fue, para que el resto de los accionistas minoritarios no vendieran sus acciones esperando un precio mayor, y así ellos pudieron vender cuando el precio del mercado se aproximaba al que estaban negociando y sólo ellos conocían. La actitud del pasado Directorio (...) está reñida con la ética comercial y con las normas actuales de la Comisión Nacional de Valores (art. 1º de la resolución N° 109)" (fs.12).

Fue así como la Comisión Nacional de Valores inició la pertinente investigación, de la cual trata este expediente.



3. a) Fueron examinadas las operaciones bursátiles realizadas por varias personas sobre acciones de Terrabusi S.A.; de esas personas, cabe mencionar aquí a las que dedujeron los recursos que referiré en el apartado 4. a) de este capítulo, quienes son:

(i) Beatriz Auge de Spaghi, directora titular de Terrabusi S.A.

(ii) Patricio Spaghi, hijo de la nombrada inmediatamente antes, pariente y amigo de Gilberto Luis Montagna, asesor laboral externo de Terrabusi S.A. –o su director de relaciones industriales-, quien reportaba directamente a la Dirección General de la sociedad.

(iii) Gilberto Luis Montagna, primo de Beatriz Auge de Spaghi –y pariente, por tanto y como quedó dicho, de Patricio Spaghi-, vicepresidente 2º de Terrabusi S.A. y Director General de esa entidad (junto con el vicepresidente 1º Francisco Prea –del cual hablaré en seguida- y con el presidente Carlos Reyes Terrabusi –uno de los destinatarios de la carta intención de fs. 477-). Cuadra señalar que Gilberto Luis Montagna también fue destinatario de esa carta de intención de Nabisco, de modo que es obvio que tenía un conocimiento directo y personal de la “Información Relevante”.

(iv) Francisco Prea, yerno de Josefina Comoletti de Terrabusi –persona ésta que no tenía cargos en Terrabusi S.A. y que fue absuelta en el sumario formado por la CNV, al igual que el arriba nombrado Carlos Reyes Terrabusi-, y vicepresidente 1º de Terrabusi S.A.

Como resulta de lo anterior, las cuatro personas nombradas tenían vínculos familiares; además, y como lo dijeron los tres primeros en sus declaraciones de fs. 417, 574 y 906, entre ellos existía una suerte de pacto familiar, conforme con el cual ninguno operaba con acciones de Terrabusi S.A. sin hablar antes con los demás.

En otro orden de cosas, tres de los mencionados integraban el directorio de Terrabusi S.A., y el cuarto tenía una importante función en la estructura empresaria de la sociedad, reportándose a la Dirección General.



Finalmente, debe recordarse que uno de los nombrados tenía directo y personal conocimiento de lo que ha dado en llamarse "La Información Relevante" referida a la operación con Nabisco.

3. b) El hecho medular advertido por la CNV fue que, pendiente la negociación con Nabisco, Patricio Spaghi y Francisco Prea operaron –en beneficio de su madre y de su suegra, respectivamente- con acciones de Terrabusi S.A., vendiendo cuando el precio de mercado superaba los \$ 5,80 ofrecidos por Nabisco en su carta intención de fs. 477, y recomprando cuando el papel cotizaba por debajo de los \$5,80 (señaló que lo aquí dicho es casi una transcripción de un párrafo de fs. 1230, que integra el "Resumen del caso" contenido en la resolución 11.377 de la CNV, acto objeto de revisión en esta sentencia; agrego que un detalle de esas ventas y recompras de títulos puede verse en fs. 1240, punto 8.2. de la misma resolución 11.377).

Fue considerado que esos actos fueron cumplidos con conocimiento de "La Información Relevante" que, desde luego, era conocida por Gilberto Luis Montagna, quien "No sólo era el principal canal de acceso a la información relevante y no pública, sino que por su investidura de negociador era también generador de ella. (...) Su participación fue necesaria y sin ella no se hubiera producido ninguno de los actos que dan lugar a la aplicación de sanciones por esta Comisión" (fs. 1265, punto 11.5.1. de la resolución 11.377).

En otras palabras: la CNV advirtió que: (a) pendiente la negociación con Nabisco, (b) los sumariados accionistas que conformaban el grupo de control de Terrabusi S.A., algunos de ellos directivos o ejecutivos de la sociedad, (c) con conocimiento de "La Información Relevante" y no pública, (d) operaron en el mercado con acciones de Terrabusi S.A., con ventaja económica para sí o para terceros.

Ello significa que aquellos insiders –o iniciados o adentrados- utilizaron la información relevante y reservada de la que disponían por su posición en la sociedad, para operar en el mercado accionario con provecho propio o de terceros, y con severo perjuicio para la transparencia de ese mercado; tal conducta – fue dicho en fs. 1230, último párrafo del punto 5 de la resolución- "se encuentra tipificada y prohibida por el Art. 21 de la RG 227" (repárese en que según lo hasta aquí dicho, a los sumariados se les reprochó haber utilizado la información relevante para operar con acciones de Terrabusi S.A.; empero, el motivo del



reproche merece mayores reflexiones, las que expondré en el apartado 2.d) del capítulo II de este voto.

La CNV impuso sanciones de multa, pues, a las cuatro personas mencionadas en el apartado 3. a) de este capítulo.

4. a) La resolución 11.377 fue apelada por Gilberto Luis Montagna, Francisco Prea, Beatriz Auge de Spaghi y Patricio Spaghi, recurso que fue deducido y fundado en fs. 1277, fundamentos contestados por la CNV en fs. 1358.

En fs. 1386, la Sala A de este tribunal desestimó esos recursos, con base en una remisión al dictamen producido en fs. 1365, por el señor Fiscal de Cámara.

4. b) La resolución dictada por la Sala colega fue objeto de recurso ordinario de apelación ante el Superior (Beatriz Auge de Spaghi, fs. 1392) y de recurso extraordinario de apelación ante la misma Corte Suprema de Justicia de la Nación (Patricio Spaghi, Gilberto Luis Montagna y Francisco Pera, fs. 1395).

El primer recurso fue concedido en fs. 1440 y el segundo, denegado en fs. 1448; esta denegación motivó la presentación de recurso de queja ante la Suprema Corte Nacional (fs. 1702).

4. c) Ya en la instancia superior, el señor Procurador General de la Nación produjo dos dictámenes: uno (fs.1501), relativo al recurso de apelación ordinaria de Beatriz Auge de Spaghi, en tanto que el otro (fs.1754) se refirió a los recursos de queja y de apelación extraordinaria de los litisconsortes de aquélla; en ambos dictámenes, el señor Procurador General opinó que debían ser admitidos esos recursos.

En su sentencia (fs.1762), la Corte Suprema de Justicia de la Nación principió por examinar el recurso de apelación ordinaria, al cual juzgó inadmisibile; empero, también juzgó que el contenido del mismo debía ser considerado junto con el del recurso de apelación extraordinaria deducido por los otros sancionados por la CNV, recurso al cual –por otra parte- había adherido Beatriz Auge de Spaghi.

Luego de analizar la materia puesta a su consideración por los recurrentes, el Superior juzgó que “debe ser descalificado el fallo apelado con arreglo a la doctrina de la arbitrariedad de las 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..." (fs. 1764 vta. y 1765).

Por tanto, y en concordancia con lo dictaminado por el señor Procurador General de la Nación, fue admitida la queja, declarado procedente el recurso de apelación extraordinaria, y dejada sin efecto la sentencia dictada en autos por la Sala A.

Corresponde a esta Sala emitir nuevo pronunciamiento, tribunal cuya intervención ha sido notificada (fs. 1799 y 1800) y consentida.

5. Para concluir esta reseña de los antecedentes de la causa, será útil describir lo que podría considerarse el contenido medular de la sentencia dictada en autos por la Corte Suprema de Justicia de la Nación, pues el mismo determina ciertas pautas que, desde luego, deberán ser seguidas por este Juez de Cámara.

5. a) En el considerando 11 (fs. 1764), la sentencia relató que los recurrentes se habían agravado porque la CNV había realizado "una valoración fragmentaria" de las declaraciones de los propios sancionados, 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".

Agregó el alto Tribunal que "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."

Argumentos que –señaló– son cuanto menos dos: a) general, la procedencia en derecho de fundar una sanción penal administrativa sólo en presunciones, y b) la suficiencia de las presunciones elaboradas en la circunstancia.

5. b) En el considerando 12 (misma fs.1764), fue advertido que la sentencia de esta alzada en lo Comercial "no valoró el alcance que debía otorgarse [a ciertos documentos agregados a la causa y a la difusión periodística que había tenido la



negociación de los títulos valores de la sociedad Terrabusi...”, tema que debió merecer “...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.”

5. c) Finalmente –en lo que aquí interesa describir-, en el considerando 13 (fs. 1764 vta.), en relación a Gilberto Luis Montagna, se dijo que esa persona fue reputada responsable por conocer los términos de la operación con Nabisco –en la cual participaba personalmente- y por haber actuado a nombre de un tercero, pero sin resolver si esa actuación había sido hecha por Montagna como comisionista o como simple mensajero.

-II-

I. Según un comentarista del fallo dictado en esta causa por la Corte Suprema de Justicia de la Nación [Rodrigo Luchinsky, “Algunas cuestiones relativas a la apreciación judicial del ‘insider trading’ (A propósito del fallo de la C.S.J.N. en el caso ‘Terrabusi’)”, *Doctrina Judicial y Societaria*, n° 175, junio de 2002, pág. 264, Errepar] es éste “el primer caso jurisprudencial de insider trading”.

Aun así, resistiré a la tentación de examinar en abstracto esa figura, a cuyo respecto no existe controversia jurídica alguna entre el organismo autor de la resolución apelada y los recurrentes; parece bastante y suficiente, pues, la caracterización que de ese instituto han hecho la CNV en esa resolución 11.377 y el señor Fiscal de Cámara en su dictamen de fs. 1365.

2. Empero, es menester analizar aquí la base normativa en que se apoyan las sanciones impuestas por la CNV a los apelantes: ellos fueron sancionados por sus respectivas y personales infracciones a la regla del art. 21 de la resolución general 227 de la propia CNV (o de la resolución general 190 y sus modificatorias 202, 204 y 219, en texto ordenado y modificado por la referida resolución general 227; obvio es decir que los apelantes cuestionaron severamente la validez constitucional de la norma reglamentaria que tipifica una conducta punible, pero el tema –pese a su



relevancia jurídica e institucional – no será tratado aquí, por ser ello innecesario en la estructura de esta ponencia).

2. a) En tanto que el art. 21 remite a los arts. 11 y 12, cabe describir -en lo que aquí interesa- el contenido de ellos: a) el art. 11 impone el deber de guardar “estricta reserva” sobre la información relevante no divulgada públicamente, a quienes –en general- hayan accedido a ella en razón de su cargo, actividad, posición o relación con la sociedad de que se trate, y b) el art. 12 extiende ese deber a las personas que por su relación temporaria o accidental con la sociedad, o con los sujetos indicados en el art. 11, hayan accedido a esa especie de información.

El art. 21 dispone: “Las personas mencionadas en los arts. 11 y 12 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”.

La cursiva empleada en la transcripción del artículo destaca la conducta ilícita tipificada por la norma, que es valerse de la información relevante y reservada, para obtener ventajas de cualquier tipo en operaciones en algún modo vinculadas con el sistema de la oferta pública de títulos valores.

Confirma tal interpretación el título del artículo, cuyo texto es: “Prohibición de utilizar información privilegiada en beneficio propio o de terceros”.

2. b) Compárese esa previsión del art. 21 de la RG 227 de la CNV con la ulterior contenida en el art. 7 del decreto 677/01 que impone –en particular- a las numerosas personas allí detalladas y –en general- a cualquiera que en razón de su cargo o actividad, tenga información acerca de un hecho relevante y no divulgado públicamente, los deberes de : a) estricta reserva, y b) “abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público”.

Nótese que aquí, la conducta ilícita tipificada es negociar u operar en acciones la persona que posea información relevante y no pública, referida a esas acciones o a la sociedad emisora de ellas.



2.c) Permítaseme ser insistente: a) en el decreto 677/01 el deber impuesto al iniciado o adentrado es abstenerse de negociar acciones respecto de las cuales, por algún motivo, posea información relevante o privilegiada que no tenga carácter público, b) diferentemente, en la RG 227 de la CNV, el deber no es el de no negociar, sino el de no hacerlo valiéndose de la información relevante y reservada conocida por el insider.

Reitero: el ilícito tipificado por el art. 21 de la RG 227 es sólo operar valiéndose el adentrado de su información privilegiada.

Esta interpretación del texto normativo se compadece plenamente –según mi juicio- con la consideración expuesta por el Superior que aquí fue descripta en el apartado 5. b) del capítulo I.

En efecto: en su considerando 12 (fs.1764) juzgó la sentencia de la Corte Suprema de Justicia de la Nación que en el caso fue menester un “detenido y prudente examen” a efectos de determinar: a) 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 b) “ si la conducta de aquéllos había sido diferente de la habitual en razón del supuesto conocimiento de ...” la información privilegiada y no pública.

Dado que el más alto Tribunal de esta Nación diferenció entre una y otra hipótesis y juzgó necesario determinar cuál de ellas se había presentado en el caso, cabe inferir que en un supuesto la conducta habría sido lícita, en tanto que en el otro no lo habría sido; obviamente, el supuesto de ilicitud sólo quedaría configurado si la conducta de los aquí recurrentes hubiese sido diferente de la habitual en razón de su conocimiento de la información relevante y reservada.

Según mi juicio, pues, el Superior no halló ilicitud en el simple hecho de operar en el mercado de los adentrados, sino que se circunscribió la ilicitud al hecho de operar valiéndose de su información privilegiada; es obvio que si ambos supuestos fuesen igualmente ilícitos, la sentencia de la Corte Suprema de Justicia de la Nación no hubiese hecho esa diferenciación, ni hubiese juzgado necesario determinar –



mediante "detenido y prudente examen"- cual de esos supuestos se había presentado en el caso.

2. d) La resolución 11.377 de la CNV no ignoró -desde luego- el tema aquí examinado en los precedentes apartados de este punto 2, pero considero que lo trató en términos no arreglados a derecho.

Transcribiré -con algún comentario- varios párrafos del punto 10.1.6. de dicha resolución (fs. 1254/5).

Párrafo 1º: "*Que la utilización de la información relevante no pública para obtener ventajas de cualquier tipo, para sí o para terceros, derivadas de la operatoria con títulos valores de sociedades que se encuentran en la oferta pública, completa la caracterización del 'insider trading'.* Nótese que, como lo he destacado en cursiva, se comienza por mencionar la utilización de la información privilegiada para obtener ventajas en la operatoria con acciones, lo cual se adecua a la letra del art. 21 de la RG 227.

Párrafo 3º (el 2º no interesa): "Que para evitar tal conflicto [el que se plantea frente a la posibilidad de que los insiders operen con su información privilegiada, se entiende en el contexto], el derecho de los EE.UU. de América impone como regla la abstención de operar, o bien la comunicación al mercado [de] la información relevante (el denominado 'abstain or disclose rule')". Repárese en que en este párrafo se introduce la idea de la abstención de operar.

Párrafo 4º: "Que tales normas constituyen un antecedente de la RG 227, obligando a los 'insiders' a abstenerse de operar (para sí y/o en beneficio de terceros) en caso de poseer información relevante y no pública (Art. 21º), hasta tanto no sea informada a los mercados para su publicación (Art. 4º)". Aquí reaparece la idea de la abstención de operar, y se la vincula con el art. 21 de la RG 227, el cual nada dice sobre esa abstención, como se ha visto antes aquí; el párrafo ingresa, así, en el error.

Párrafo 5º: "Que mientras la información relevante no sea dada a publicidad rige el requisito de abstenerse de operar a los que la poseen". Aquí culmina el error: tal



requisito no existe en la RG 227, sino que fue dispuesto posteriormente, con la sanción y vigencia del decreto 677/01.

De las precedentes transcripciones y comentarios, resulta claro que la resolución de la CNV principió por hablar de la utilización de la información relevante no pública para obtener ventajas con la negociación de acciones de Terrabusi S.A., y concluyó por determinar el requisito de abstenerse de operar a los que poseen esa especie de información, lo cual constituyó una suerte de deslizamiento desde el art. 21 de la RG 227 –que no prevé ese deber de abstención de negociar- hacia el derecho de los EE.UU. de América –o hacia el decreto 677/01, inaplicable al caso en razón del tiempo de su vigencia-.

Ese yerro de la resolución 11.377, merece dos comentarios.

2. d. 1) Recuérdese que en el anteúltimo párrafo del apartado 3. b) del capítulo I de esta ponencia, dije que los ahora apelantes fueron sancionados por haber utilizado la información relevante para operar en el mercado con acciones de Terrabusi S.A.

Los párrafos arriba transcritos y comentados del punto 10.1.6. de la resolución aquí apelada introducen alguna duda, o alguna confusión, sobre la causa del reproche, pues la referencia al requisito de abstenerse de operar los adentrados, lleva a pensar que fue ésa, o que también fue esa, la conducta reprochada.

2. d. 2) Si así fuere, juzgo que esa conducta no fue reprochable, por no estar tipificada como ilícita por el art. 21 de la RG 227.

Y si el derecho de los EE.UU. de América resultó ser la fuente de esa norma reglamentaria nacional, esta norma debe interpretarse por su claro texto y no por sus antecedentes, dado que éstos no fueron plenamente recogidos por la norma nacional –cuanto menos, hasta la vigencia de la posterior regla del decreto 677/01-

Agrego que en el ámbito de todo derecho sancionatorio o punitivo (aclaro que omito deliberadamente toda mención a un Derecho Penal o especial Derecho Penal Administrativo, de modo de evitar introducirme frontalmente en las complejas



cuestiones tratadas por Juan Carlos Cassagne en su artículo "En torno de las sanciones administrativas y la aplicabilidad de los principios del Derecho Penal", ED 143-939, y por Alfredo Battaglia en "Carácter penal de la sanción administrativa", ED 171-840, cuyo examen es innecesario en la estructura de esta ponencia), es claro que no procede la interpretación extensiva del tipo legal definido por la norma.

De tal modo, si lo prohibido por el art. 21 de la RG 227 es operar valiéndose los adentrados de su información privilegiada, no cupo sancionarlos por haber operado esos insiders en el mercado accionario.

-III-

1. Como corolario de lo expuesto en el capítulo precedente, afirmo que los recurrentes sólo pudieron ser sancionados por la CNV si ellos hubiesen operado sobre acciones de Terrabusi S.A. valiéndose de la información privilegiada y reservada que: a) indudablemente poseía Gilberto Luis Montagna y b) habrían adquirido sus coapelantes de autos, fuese por directa infidencia de Montagna, o aprovechando por otra vía las respectivas posiciones que ocupaban en la estructura societaria o empresaria de Terrabusi S.A.

Las cuestiones por resolver son: a) determinar si los sancionados por la CNV – excluido Gilberto Luis Montagna, de quien me ocuparé más adelante- tenían conocimiento de la información privilegiada que indudablemente poseía el nombrado Montagna, y b) si esas personas actuaron en el mercado accionario valiéndose de esa información relevante y no pública.

Se trata, como es claro, de cuestiones de hecho, que deben resolverse con base en la prueba producida en esta causa o, más consecuentemente, a partir de la valoración de las pruebas incorporadas al expediente.

Sobre el punto, caben tres iniciales consideraciones de carácter general.

1.a) Ante todo, señalo la evidente dificultad de acreditar el hecho que resulta ser el presupuesto lógico y jurídico de las sanciones aplicadas en sede administrativa:



valerse los adentrados de su información privilegiada para operar con acciones de Terrabusi S.A.

Determinar si los sumariados actuaron de tal manera, equivale a investigar cual fue el proceso psíquico que formó la voluntad de cada uno de ellos en el sentido de comprar o de vender en la Bolsa de Comercio, o cual fue la causa intelectual de sus respectivas voliciones.

Se trata, ciertamente, de procesos personales e internos de cada sujeto actuante, que no necesariamente se exteriorizan en términos que permitan su percepción por un tercero ajeno al proceso de formación de esas voluntades –tercero ajeno que, en el caso, es obviamente este Juez ponente-.

Empero, es claro que esa dificultad probatoria -o la extrema dificultad probatoria- que exhibe el caso no autoriza a juzgar probado lo que no lo está, siendo igualmente claro que para la procedencia de una sanción administrativa es menester la prueba suficiente –que forme en el juzgador adecuada certeza- de la comisión de la infracción o hecho punible.

1. b) Igualmente, es harta dificultosa la acreditación del conocimiento que los sumariados –excluido Gilberto Luis Montagna- tenían de la información privilegiada referida a los precios inicial y definitivamente ofertados por Nabisco para adquirir las acciones de Terrabusi S.A., pues ese conocimiento es también un dato interno de la conciencia de los recurrentes, que no necesariamente se exterioriza de modo de hacerlo perceptible y comprobable.

Claro está que la comunicación de esa información por parte de un infidente, o su adquisición por parte del informado, son actos objetivos, pero en tanto son –casi necesariamente- actos privados y reservados, no suelen quedar rastros objetivos de ellos.

Aquí también vale lo dicho al final del apartado anterior, en el sentido de que el hecho de dificultosa prueba no equivale a hecho probado ni a hecho exento de prueba.



1 .c) Las pruebas de la existencia de los hechos pueden ser, en general, de dos especies: a) la prueba directa que por sí misma revele y demuestre la realización del hecho de que se trate, y b) la prueba indirecta o presuncional, que a partir de un hecho conocido o probado permita inferir, según máximas de la experiencia – particularmente: la regla del *quod plerumque accidit*-, y sobre la base de circunstancias detalladas por la ley, la existencia del hecho por acreditar.

Ciertamente, en general y en abstracto puede considerarse altamente opinable que la imposición de una sanción pueda decidirse sobre la exclusiva base de presunciones; empero, en particular y en este concreto caso, no debe descartarse esa solución.

Ello así, porque –tal como se describió en el apartado 5. a) del capítulo I de este voto-, el Superior relató que los recurrentes se habían agraviado porque la CNV “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”, y al respecto el alto Tribunal señaló que la Sala colega “se limitó a reiterar los fundamentos dados por el organismo administrativo, sin realizar un concreto examen crítico de tales argumentos”.

Ello significa, según mi juicio, que de tener los indicios “aptitud suficiente y univocidad”, a partir de ellos podría obtenerse base adecuada para mantener las sanciones aplicadas por la CNV.

2. Prueba directa de que al menos dos de los recurrentes tenían conocimiento de esa información de lo que la carta intención de Nabisco llamó “La Información Relevante”, habría solamente tres, relativas una a Beatriz Auge de Spaghi, y las otras a su hijo Patricio Spaghi: se trata de sus propias declaraciones dadas en fs. 417 y 574, y de la declaración de Gilberto Luis Montagna de fs. 906, producidas todas en la etapa presumarial.

2. a) Podría interpretarse (repárase en el modo verbal potencial, destacado en el punto precedente y al comienzo de este apartado) que la nombrada accionista y directora de Terrabusi S.A. reconoció estar al tanto del precio inicial ofrecido por Nabisco.



Ese reconocimiento resultaría de la respuesta dada por Beatriz Auge de Spaghi a la pregunta 17ª de fs. 419.

El texto de la pregunta es: "Si sabía, dado que le habían informado que existían negociaciones entre NABISCO y TERRABUSI en que precio se vendería el paquete". La respuesta fue: "Que en ese momento se lo *habrían* informado, pero que ahora no lo recuerda la oferta." (nótese el potencial "habrían", puesto en cursiva en la transcripción).

Al examinar esa declaración, la resolución 11.377 (punto 9.1.1.2., fs. 1244) refirió que Auge de Spaghi "sabía el precio al que se vendería el paquete porque 'en ese momento se lo *habrían* informado, pero que ahora no lo recuerda...'"

Aquí también existe una suerte de deslizamiento desde el potencial "se lo *habrían* informado" hacia el indicativo "sabía el precio", deslizamiento que, ciertamente, no tiene justificación lógica alguna.

La declarante relató simplemente la posibilidad, de haber recibido esa información, pero en modo alguno afirmó -ni reconoció- haberla recibido.

Desde luego, existió esa posibilidad, pero la posibilidad ingresa en el campo presuncional, lo cual aleja al tema de la prueba directa: es claro que la posibilidad de que haya ocurrido un hecho, no constituye prueba directa de su ocurrencia.

2.b) De la declaración de Patricio César Spaghi, interesa su respuesta a la pregunta 39na., realizada y contestada en fs. 579.

La pregunta fue: "En cuanto al período noviembre/93 en el que se firma la carta intención, cuáles eran los comentarios existentes -si se hablaba de precio y comprador y por quienes era efectuado"; la respuesta: "Se barajaba un precio de \$5,80 pero al final terminó en un precio de \$6,50; lo que si era seguro era que el comprador era NABISCO. *Era un comentario general con la gente que uno trabajaba normalmente en la oficina.*"

Repárese -una vez más- en la cursiva empleada en la precedente transcripción, la cual evidencia que la información que barajaba Patricio Spaghi fue obtenida sobre



la base de comentarios generales de la gente con la cual él trabajaba normalmente en la oficina.

Si bien es difícil precisar el concepto de barajar información, parecería que ello responde a una conducta más imprecisa e indefinida que manejar o usar una información, o aplicarla para adoptar una decisión. Gilberto Luis Montagna, por cierto, manejaba la concreta información que efectiva y obviamente poseía, para definir si cerraba o no la operación con Nabisco; Patricio Spaghi, simplemente barajaba información resultante de comentarios generales, la cual no parece tener la precisión suficiente como para adoptar decisiones respecto de las acciones de su madre.

De otro lado, esos comentarios generales tienen, en cierta medida, alguna proximidad con la difusión periodística de la operación con Nabisco –ver planillas de fs. 41/44-, la cual pudo tener alguna influencia en la formulación de aquéllos.

Juzgo, pues, que de la declaración de Patricio Spaghi, no puede extraerse que éste haya tenido concreto conocimiento de información privilegiada sobre la operación con Nabisco –ni, menos, que haya usado esa información en beneficio de su madre-  
.

2.c) En fs. 913 y mediante pregunta 29na., Gilberto Montagna fue interrogado si “El Dr. Spaghi sabía el precio en que se estaba negociando el paquete”. La respuesta fue: “No. Sabía la oferta inicial. Supieron unos diez días antes del cierre de la operación el precio final”.

El interrogante sobre si Patricio Spaghi conocía el precio, fue respondido en tres partes: a) en la primera parte fue expuesta una negativa absoluta (“No”), aunque aquella fue relativizada por la tercera parte (conoció el precio final unos diez días antes del cierre) y b) en la segunda parte, Montagna reconoció que Patricio Spaghi “sabía la oferta inicial”.

En el contexto de la respuesta, la “oferta inicial” que conocía Patricio Spaghi sólo puede estar referida a la existencia de esa oferta, o aun a algunos de sus términos pero excluido el precio, pues el conocimiento de ese dato fue negado en la primera



parte de la respuesta, aunque relativizado por la tercera parte –sólo en lo referido al precio final, conocido unos diez días antes de cerrarse la venta-.

Tampoco puede juzgarse, pues, que Gilberto Luis Montagna haya declarado que Patricio Spaghi hubiese conocido la información privilegiada antes de unos diez días de cerrada la operación con Nabisco.

2.d) En el segundo párrafo de fs. 1245, la resolución 11.377 expresó que “las declaraciones testimoniales de P. Spaghi y Montagna fundamenten la presunción de que A. Spaghi, P. Spaghi, Prea y (...) contaron con el conocimiento de la oferta inicial de \$5,80 contenido en el Acuerdo de Entendimiento al momento de concretar las operaciones bursátiles sub-examine (fs. 913 y 579).”

De lo dicho en 2. b) y c) resulta que no comparto esa afirmación; pero además, nótese que se habla de “declaraciones testimoniales” que “fundamentan [cierta] presunción”.

Al margen de ser opinable que las propias personas sujetas a investigación puedan ser considerados técnicamente “testigos”, no alcanzo a comprender cómo un testigo puede fundamentar una presunción, pues ello significaría convertir a aquél en un indicio.

De todas maneras, lo que interesa señalar en este apartado es que la propia resolución 11.377 no mencionó que hubiese en autos alguna prueba directa sobre el tema aquí examinado.

3. Inexistente, pues, toda prueba directa de los hechos que generaron las sanciones impuestas por la CNV, debe entrarse en el tema de la prueba presuncional.

3. a) En primer lugar, cabe recordar que los recurrentes están vinculados por lazos familiares y, además, amistosos; son dos los datos a valorar, pues los vínculos familiares no necesariamente conducen a relaciones amistosa, así como éstas no se generan –claro- sólo entre familiares.

La relación entre los apelantes parece haber sido buena en grado tal, que ellos había establecido una suerte de pacto de consulta, que cumplían cada vez que



deseaban operar con acciones de Terrabusi S.A. –ver lo dicho sobre el punto en el apartado 3. a) del capítulo I de este voto-.

No es dudoso, pues, que al tiempo de los hechos de autos, entre los apelantes existía una fluida, intensa y cordial vinculación, seguramente beneficiosa para el conjunto y para cada uno de sus integrantes.

A partir de esa relación –y, quizá en particular, dada la existencia de ese pacto de consulta-, puede presumirse que Gilberto Luis Montagna, indudable poseedor de información privilegiada, hubiese transmitido esa información a los restantes miembros del conjunto, o alguno de ellos (dejo de lado, por ahora, el tema de la actuación de Montagna como comisionista o mensajero de Patricio Spaghi, que merece ser considerado por separado, aunque sin excluir este tema de una visión global del panorama presuncional probatorio).

En efecto: a partir del común acontecer de las cosas, es probable –con alto grado de probabilidad, quizá- que Gilberto Luis Montagna haya comunicado su información privilegiada a alguna, algunas o a todas las personas que componían el grupo, de modo de satisfacer lo que podría considerarse un deber de amigo y un cumplimiento cabal del pacto de consulta.

Sin embargo, juzgo que a partir del indicio constituido por la existencia de esos fuertes y cordiales vínculos, no puede tenerse por acreditado que Gilberto Luis Montagna haya violado el deber de reserva que le impuso el punto 5.d. de la carta intención de fs. 477.

Ello así, porque también cabe presumir que Gilberto Luis Montagna cumplió –antes que sus deberes de amigo- fiel, lealmente y con buena fe, esa obligación resultante de la carta de Nabisco. Es necesario hacer mérito de esta presunción, por dos motivos –o por dos variantes del mismo motivo-: a) en derecho se presume la buena fe de todo sujeto, y b) en derecho se presume la inocencia de toda persona, y esta presunción es particular y necesariamente aplicable en materia de derecho sancionatorio o punitivo.

Es decir: se presenta en autos una colisión entre la presunción de cumplimiento de los deberes de amigo, y las de buena fe e inocencia del obligado a reserva de “La



Información Relevante”; de tal modo, estas segundas equilibran o compensan a la primera, destruyen su posible valor para formar convicción, y generan una situación de insuperable duda.

Consecuentemente, aquella primera presunción debe juzgarse como insuficiente para fundar una sanción como la impuesta por la CNV a los apelantes.

3. b) A partir de “El problema de la Garantía” (punto 9.1.2.1.1. de la resolución 11.377), la CNV examinó en fs. 1245 y ss. el momento en que los accionistas de Terrabusi S.A. habían tomado conocimiento del precio final de las acciones por vender a Nabisco.

Fue considerado que diversos elementos de la causa permitían presumir que la consulta a los accionistas y su conocimiento del precio final, “necesariamente tuvo lugar antes del 25.3.94” (fs. 1246, punto 9.1.2.2.1.), probablemente el 20.3.94 (fecha en que quedó interrumpida la negociación con Nabisco por “el problema de la garantía”).

En un homenaje a la brevedad (quizá un tanto tardío, a esta altura de la presente ponencia...) no explicaré en que consistió ese problema, y aceptaré como hipótesis de trabajo que los accionistas aquí apelantes conocieron ese precio final el 20.3.94.

Pues bien: en esa aceptada hipótesis, quedan afuera de todo reproche las operaciones sobre acciones realizadas desde el 25.1.94 hasta el 20.3.94 –en tanto, por cierto, no se ha demostrado que Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi y Francisco Pera conociesen el precio inicial-.

De lo anterior se sigue alguna de estas dos consecuencias –o quizá ambas conjuntamente-:

(i) La presunción elaborada por la resolución 11.377 sobre la fecha de conocimiento del precio final no tiene utilidad alguna en el caso.

(ii) Irreprochables las operaciones anteriores al 20.3.94, también resultan irreprochables las posteriores, en tanto que no se ha acreditado que la conducta de los sumariados hubiese cambiado en razón del nuevo conocimiento adquirido (sobre esto, recordar lo expuesto en el apartado 5. b) del capítulo I respecto de cierta



consideración del Superior, en el sentido de que era menester un “prudente y detenido examen” sobre si la conducta de los recurrentes “había sido diferente de la habitual en razón del supuesto conocimiento del precio (...) final de las acciones convenido entre las partes negociadoras”).

3. c) En el artículo mencionado en el punto 1 del capítulo II de esta ponencia, su autor enunció los diversos elementos presuncionales que resultarían de esta causa. En los apartados precedentes, he examinado los numerados como 1, 2, 3 y 6 en la página 268 de ese ejemplar de “Doctrina Societaria y Concursal”; la completividad de esta sentencia aconseja analizar los elementos allí mencionados bajo números 5 y 6.

3. c. 1) La circunstancia de que todos los sancionados tuviesen una posición o cargo importante dentro de Terrabusi S.A., según mi juicio poco significa y, en todo caso, no significa nada conducente para resolver la cuestión.

En efecto: esas respectivas posiciones los facultó, ciertamente, para acceder a la información privilegiada, pero de ello no resulta que efectivamente hubiesen accedido a ella y, menos, que –en su caso- la hubiesen aprovechado en su interés o en el de terceros.

Nótese que si la posibilidad de acceder a información relevante y reservada fuese suficientemente peligrosa para el régimen de oferta pública, cabría prohibir operar a quienes tienen esa posibilidad, extremo al que, ciertamente, no llega el decreto 677/01, cuyo art. 7 impone la abstención de negociar a quienes tengan información relevante aún no divulgada públicamente, no a quienes tengan la posibilidad de acceder a esa información.

3. c. 2) El hecho de que la negociación con Nabisco también afectaba a los accionistas del llamado “El Capital Adicional”, tampoco tiene relevancia alguna para la solución del caso.

En efecto: los titulares de “El Capital Adicional” serían arrastrados –no en cuanto a la venta de sus acciones, sino respecto del precio de ellas- por el convenio a que arribasen Nabisco –de un lado- y Gilberto Luis Montagna y Carlos Aníbal Reyes Terrabusi –del otro, quienes eran los exclusivos negociadores en la circunstancia;



por tanto, aquellos poseedores de "El Capital Adicional" no tenían necesariamente que conocer del precio inicial, ni las variaciones del mismo hasta el acuerdo del precio final, y nada demuestra en el caso que hayan tenido conocimiento sobre el punto.

Así las cosas, (a) afectado o (b) no afectado "El Capital Adicional", los titulares de éste podían (c) conocer o (d) no conocer "La Información Relevante"; dado que todas las posibilidades "(a)" o "(b)" conducen por igual a los resultados "(c)" o "(d)" el razonamiento ensayado no tiene utilidad alguna.

3.d) Hasta el momento, poco he hablado de la posición que Francisco Prea tuvo en los hechos de que trata esta causa; éste es el momento de ocuparme de tal persona, lo cual me permitirá introducir otras dos cuestiones: las referidas a Terra Garba S.A. y a la operatoria que, en general siguieron todos los recurrentes, salvo Gilberto Luis Montagna –cuya posición será examinada más adelante-.

Cabe precisar que, excepto Patricio Spaghi, todos los recurrentes tenían cargos en Terra Garba S.A., la cual era titular de aproximadamente el 6,54 % del capital social de Terrabusi S.A. (fs. 1228, punto 4.1), ese porcentaje integraba "El Capital Social Mínimo" objeto de la negociación en la que intervenían Reyes Terrabusi y Montagna (fs. 1237).

3. d. 1) Según fue dicho en fs. 1240 (punto 8.2.1.) y en fs. 1241 (punto 8.2.3.), Francisco Prea –vicepresidente 1º de Terrabusi S.A.-, entre el 25.1.94 y el 23.2.94 vendió 33.424 acciones de su suegra –Josefina Comoletti de Terrabusi- a un precio promedio de \$6,20 por acción; luego, entre el 16.3.94 y el 29.3.94 recompró igual número de acciones a un precio promedio de \$5,8638.

Esa forma de operar fue seguida por todos los miembros del grupo –salvo Montagna, quién no operó personalmente mientras se hallaba en curso la negociación con Nabisco- y responde a un criterio –aconsejado por Montagna desde siempre- muy sencillo y conservador vender cuando las acciones están en alza, y comprar cuando baja su cotización.

Ahora bien: esa forma de operar no fue seguida por Beatriz Auge de Spaghi –por quien actuaba su hijo Patricio Spaghi- en dos oportunidades.



Las planillas de fs. 894/6 informan que:

(i) El 24.3.94, la nombrada compró acciones a \$ 5,80, cuando el valor del día anterior había sido de \$6,10; esto respeta el criterio del que hablan los recurrentes.

(ii) El 25.3.94, la mencionada adquirió acciones a \$6,15, es decir: las compró aún cuando su cotización había subido, lo cual constituye un apartamiento de ese criterio.

(iii) Igual ocurrió el 28.3.94, día en el cual Beatriz Auge de Spaghi compró acciones aún superior al anterior: \$6,20.

(iv) El día siguiente la acción bajó a \$6,15, y allí fue la última compra efectuada por la coapelante.

Cabe preguntarse si esas operaciones de Beatriz Auge de Spaghi –actuadas por su hijo Patricio Spaghi- son suficientes para evidenciar una conducta diferente de la habitual, adoptada en razón del conocimiento de que el precio final sería de \$6,50 (recordar, una vez más, lo dicho por el Superior en su sentencia, según los términos reseñados en el apartado 5. b) del capítulo I).

Ciertamente, ese apartamiento del criterio antes seguido parece generar una fuerte presunción que permitiría responder afirmativamente a tal interrogante; empero, juzgo que la presunción no es lo suficientemente precisa.

Ello es así, porque no se explica el motivo por el cual Beatriz Auge de Spaghi –o su hijo como apoderado de ella- no continuó comprando los días posteriores, cuando la cotización continuó en baja.

Desde luego, no se me oculta que esa omisión significó abandonar o no aplicar el criterio de comprar cuando la cotización bajaba; empero, esa falta de compras puede deberse a innúmeras razones.

Lo que aquí interesa es que si Beatriz Auge de Spaghi, o su hijo, hubiesen conocido realmente el precio final de \$6,50 y hubiesen querido valerse de esa información privilegiada, es evidente que habrían seguido comprando acciones, lo cual – empero- no hicieron.



Por tal motivo, juzgo que el indicio constituido por el transitorio cambio de conducta de Beatriz de Spaghi –o de su hijo- no autoriza una presunción suficientemente precisa respecto de que ellos o alguno de ellos conociese el precio final de \$6,50 y hubiese actuado valiéndose de ese dato relevante y reservado.

3 d. 2) Cabe examinar –ahora sí- la posición de Francisco Prea.

Fue dicho (punto 8.1.9. de la resolución 11.377, fs. 1239) que esa persona integraba junto con –entre otros Reyes Terrabusi, Montagna, Auge de Spaghi- el directorio de Terra Garba S.A., y fue considerado (punto 9.1.1.2 de fs. 1244) que “no resulta creíble que A. Spaghi y Prea, como miembros titulares del Directorio de TERRA GARBA, no hubieran conocido el precio inicial ofrecido por acción, particularmente a la luz de la significancia monetaria de dicha venta” (recuérdese que las acciones de Terrabusi S.A. de propiedad de Terra Garba S.A. integraban “El Capital Social Mínimo” objeto de la negociación con NABISCO.

La inferencia es clara: si Terra Garba S.A. se desprendería de sus acciones de Terrabusi S.A., los directores de aquélla debían estar al tanto del precio inicial ofrecido por Nabisco por ellas.

Ciertamente, ello pudo ser así, pero, también pudo no ser así. De ello resulta, una vez más, que la presunción no es precisa ni inequívoca; por lo demás, en el caso no cabe sino juzgar que ello no fue así.

Varias fueron las argumentaciones levantadas al respecto por los apelantes.

En primer lugar, los letrados actuantes bien dijeron en fs. 1295 que “este tema (...) no integró el material hipotéticamente acusatorio al que nuestros representados tuvieron acceso para formular su defensa...”

Ello es efectivamente así: ni en la resolución de apertura del sumario (fs. 934), ni en los dictámenes que la precedieron (fs. 919 y 929), se advierte que el tema de Terra Garba S.A. haya sido particular y concretamente planteado, considerado y desarrollado.

Entonces –y en tanto es indiscutible que en un procedimiento sancionatorio, el fundamento de la sanción debe guardar plena congruencia con el fundamento de la



acusación de los cargos-, no parece que el tema de Terra Garba S.A. pueda ser empleado para formular reproche alguno a los apelantes.

En segundo lugar –y sin perjuicio de lo anterior, que es suficiente para resolver la cuestión-, de la documentación agregada en fs. 1336 y ss. resultará que Terrabusi S.A. es una sociedad familiar de Carlos Aníbal Reyes Terrabusi, quien operaba por sí con Nabisco y sin participar a la sociedad que controlaba, hasta que hubo de participarla formalmente, lo cual hizo en reunión del directorio del 11.4.94 (fs.1339), donde los directores Prea y Auge de Spaghi tomaron conocimiento de lo que ya conocían (sobre esto, téngase presente que en el apartado 3.b) de este capítulo he aceptado que los apelantes conocieron el precio final de venta el 20.3.94).

3.c) Examinada, pues, la prueba presuncional que resulta de esta causa, juzgo que la misma no da resultados suficientes que permitan sustentar las sanciones impuestas a los recurrentes.

4 Lo hasta aquí dicho en este capítulo III parece suficiente para definir la suerte del recurso sub examine –salvo en relación a Gilberto Luis Montagna, cuya posición merece un capítulo aparte-.

Empero deseo agregar tres comentarios:

4. a) Por razones expositivas, necesariamente he examinado individualmente cada una de las pruebas pseudo testimoniales y presuncionales de las que me he ocupado, y las he juzgado insuficientes para fundar una decisión sancionatoria respecto de los sumariados por la CNV.

Una valoración en conjunto de esas pruebas no arroja, ciertamente, un resultado distinto: inexistente una prueba directa del ilícito, para aplicar una sanción con base en presunciones –si es que ello procediera, lo cual no descarto-, ellas deben ser graves, precisas y concordantes –lo cual supone una cierta cantidad de presunciones-.

Según mi juicio, la concordancia de presunciones no graves e imprecisas, o la valoración global de ellas, arroja un resultado igualmente no grave e impreciso,



esto es un estado insuperable duda, a partir de la cual no cabe sino revocar las sanciones impuestas por la CNV.

4. b) En el punto 9. 1. de fs. 1243, la resolución apelada destacó que en tanto el insider trading "se origina en comunicaciones verbales subrepticias de una persona a otra (...) las presunciones desempeñan un rol importante para acreditar la existencia del 'insider trading'. Se ha afirmado, que "... a diferencia de otras infracciones, el insider trading no posee una evidencia obvia, como un documento o testigo visual. La evidencia circunstancial o indirecta juega un rol vital en la probanza del caso. Ambos, el acto infraccional y el requisito de estado de conciencia (conocimiento), pueden ser probados por evidencias directas o indirectas. La evidencia indirecta o circunstancial es aquella que gira en torno al caso, que lo rodea y conlleva a tenerlo por configurado, y que con determinadas coincidencias es apta para probar la infracción ('Insider Trading: The Tangled Web', por Michael Ashe & Lynne Cousell, Fourmat Publishing, Londres, 1990, Pág. 57)."

Puedo aceptar ese criterio, que en alguna medida se compadece con lo dicho en el apartado 1. c) de esta ponencia: recuérdese que, según mi interpretación de la sentencia producida en autos por el Superior, de tener los indicios "aptitud suficiente y univocidad", a partir de ellos podría obtenerse base adecuada para mantener las sanciones aplicadas por la CNV.

Empero lo que ocurre en el caso es que los indicios aquí examinados no poseen "aptitud suficiente y univocidad", según la valoración que he expuesto de ellos.

En el artículo de doctrina mencionado al principio del capítulo II de este voto, su autor reflexiona sobre "la necesidad de acudir a las presunciones en los casos en los cuales las pruebas disponibles sólo brinden un conocimiento incompleto de los acontecimientos; pues sin ellas es en la mayoría de los casos imposible acreditar la existencia de conductas de ese tipo."

También puedo aceptar ese criterio, aunque con alguna reserva; al respecto, remito a lo dicho en los apartados I. a) y b) de esta ponencia y reformulo lo allí expuesto: la conducta imposible de acreditar no debe tenerse por acreditada, porque – precisamente- fue imposible acreditarla.



4. c) Finalmente, comento que he omitido tratar algunas cuestiones contenidas en esta compleja causa, por juzgarlas inconducentes para su solución.

En tanto algunas de esas cuestiones tienen apariencia de relevantes, creo adecuado justificar la omisión de tratarlas.

Así, v. gr., el deber de informar a la CNV y los efectos del pedido de dispensa de ese deber, son temas no vinculados al reproche que generó la sanción a los recurrentes, reproche dirigido contra el hecho de haber negociado en la Bolsa de Comercio valiéndose de su información privilegiada.

Igual ocurre con el manejo de las cuentas personales que los sumariados –o algunos de ellos- tenían en Terrabusi S.A.; que esa sociedad hubiese sido usada como una suerte de banco de los accionistas –quienes utilizaron sus servicios de caja para cobrar y pagar las acciones vendidas o compradas-, es un dato que ninguna relación tiene con el hecho de valerse los sumariados de su información privilegiada para operar en bolsa.

Por último, cabe recordar que –como dije en el apartado 5. b) del capítulo I de este voto-, el Superior advirtió que la sentencia dictada por la Sala colega “no valoró el alcance que debía otorgarse a (...) la difusión periodística que había tenido la negociación de los títulos valores de la sociedad Terrabusi...”. Pues bien: según mi juicio, el contenido conceptual y la estructura de esta ponencia motivan que no sea menester el examen de esa cuestión planteada por los recurrentes.

-IV-

1. Como ya he dicho en alguna parte de este voto, Patricio Spaghi operaba con acciones de su madre, pero –agrego ahora- no se comunicaba directamente con el agente de bolsa, sino que lo hacía a través de Gilberto Luis Montagna. Es decir Spaghi comunicaba a Montagna su intención de comprar y vender, y era Montagna quien se entendía con el agente de bolsa –que era Carlos Raimúndez, declarante en fs. 415-, sin influir Montagna en la decisión de Spaghi –a quien no aconsejaba-, y sin influir tampoco en la concreción de la operación –pues era exclusivamente Spaghi quien adoptaba su decisión- (aclaro que las circunstancias descritas en los tres renglones en que he usado la cursiva, resultan de las declaraciones Montagna,



Spaghi y Raimúndez, quienes proveyeron el único material con el que se cuenta sobre el tema).

La cuestión es (recordar la reseña expuesta en el apartado 5. c) del capítulo I sobre lo considerado sobre el tema por el Superior) determinar si en esa actuación Montagna obró como comisionista o mensajero.

2. La figura del mensajero remite al contrato entre ausentes, tópico cuyo estudio habría abandonado la doctrina actual, tal como comenta Julio C. Otaegui en su "Abuso de información bursátil reservada", ED, ejemplar nº 10.456 del día 5.3.02 (se trata de un comentario sobre el fallo dado en esta causa por la Corte Suprema de Justicia de la Nación, elaborado por quien antes había comentado el fallo dictado en autos por la Sala A, ver ED 177-29).

Sin embargo, la figura del mensajero sigue teniendo existencia en la letra de la ley (ver cciv 1147, 1151 y 1214, que denominan agente al mensajero o nuncio), de modo que puede tener existencia en la realidad; de hecho –y como se verá en seguida – el corredor es un nuncio.

Por último –pero no por ello menos importante–, de la sentencia del Superior se infiere que ese alto Tribunal acepta la posibilidad de la existencia del nuncio, sentencia que cierra en el caso toda discusión sobre el punto.

En su "Tratado de Derecho Civil", tº 1, Parte General, vol. 3º (8), pág. 922, Depalma, Buenos Aires, 1957, Spota analiza el tema del nuncio en comparación con la figura del representante. En esa monumental obra, expresa su autor que: "... sólo hay representación cuando existe como corolario del poder representativo, la facultad en el representativo, la facultad en el representante, de declarar su voluntad aunque en nombre del representado y con efectos jurídicos para este. En otros términos: cuando se está en presencia de la llamada representación 'deliberativa' por oposición al supuesto de la mera comunicación que una persona hace de la voluntad declarada por otra. En este último caso nos hallamos frente al nuncio, pero no ante el representante. El nuncio, en verdad, no declara su propia voluntad, como en cambio ocurre con el representante, sino la voluntad ajena, o si se quiere, 'emite la declaración en concepto de ajena, a título de propia de quien lo envía'. Un ejemplo de nuncio lo brindan los artículos los arts. 1148 y 1151 cuando



se refieren, en materia de formación del consentimiento contractual, al agente portador de una oferta o de una aceptación. Entre los auxiliares del comercio el corredor es un nuncio, ya que sólo es portador de las declaraciones de un y otra parte, acercándolas, siéndole prohibido 'toda especie de negociación en nombre propio ni bajo el ajeno' (art. 105, inc. 1º, C. Com.). Cuando la oferta establece un mínimo de precio de venta, pero no el máximo, el corredor tiene un margen de facultades que lo transforma en representante, ya que existe poder 'deliberativo' ".

En palabras de López de Zavalía, "El mensajero activo dice estar transmitiendo una declaración ajena. La conducta de un representante activo puede traducirse en los siguientes términos: 'Vendo (o alquilo, permuto, etc.) en nombre de Fulano', en cambio, la conducta de un mensajero activo es traducible en los siguientes términos: 'Dice Fulano que le vende (o alquila, permuta, etcétera)'. " ("Teoría de los Contratos", I, parte general, pág. 496, Zavalía, Buenos Aires, 1997).

En el caso de autos, todo el material aportado a la causa, indica que Montagna habría dicho al agente de bolsa: "Dice Patricio Spaghi que compre (o venda) acciones".

Es decir, a partir de ese material probatorio –el único con el que se cuenta, reitero no cabe sino concluir que Montagna actuó en la circunstancia como simple mensajero.

3. De esa conclusión resulta, claro, la exclusión de reproche a Gilberto Luis Montagna por lo actuado en la circunstancia, pues como razona Julio C. Otaegui al comentar el fallo del Superior, "La sentencia mayoritaria de la Corte entiende que la Cámara debió haber resuelto si el sumariado había sido un comisionista o un mensajero de lo que cabe colegir que de haber sido un mensajero su condena hubiese sido improcedente".

Ciertamente, el mencionado autor agrega que aun siendo mensajero, el mensajero adentrado debe abstenerse de operar, pero tal conclusión es extraída a partir de la normativa impuesta por el decreto 677/01, que –como ya se ha visto antes en esa ponencia- es distinta de la regulación dada por la RG 227 de la CNV, regulación aplicable y aplicada aquí.



Por último, cabe examinar si –más allá de su actuación como nuncio-, Gilberto Luis Montagna informó al emisor del mensaje la información privilegiada con la que aquel contaba, o si de alguna manera aconsejó a Patricio Spaghi para que obrara de una u otra forma.

Sobre el tema, remito a lo ya expuesto con referencia a los otros apelantes: si bien podría presumirse que Gilberto Luis Montagna cumplió sus deberes de amigo, también debe presumirse tanto el cumplimiento leal y fiel de su deber de reserva, cuanto su inocencia respecto del ilícito que se le atribuye. Consecuentemente, esas presunciones se compensan, y sólo generan una insuperable situación de duda, ciertamente insuficiente para mantener la sanción impuesta por la CNV.

-V-

1. En síntesis: definida la conducta ilícita en que habrían incurrido los apelantes (capítulo II), el examen y valoración del material probatorio reunido en la causa revela que tanto respecto de Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi y Francisco Prea (capítulo III), cuanto con relación a Gilberto Luis Montagna (capítulo IV), sólo permite alcanzar una situación insuperable duda, la cual de constituye en insuficiente base para mantener las sanciones que la CNV impuso en autos a los nombrados.

Consecuentemente, propondré al acuerdo admitir la apelación fundada por esas personas en fs. 1277, y revocar la resolución 11.377 producida en fs. 1227 por la CNV.

2. Dado los términos de esa propuesta, es claro que ha devenido abstracta la solicitud formulada por los apelantes, en el sentido de que se declare la inconstitucionalidad del efecto sólo devolutivo y no suspensivo- asignado a esa apelación, o –alternativamente- que se disponga que las multas sólo devengarán intereses cuando adquieran firmeza.

Por tanto nada diré respecto esos planteos, que han perdido interés.

3. Como corolario de todo lo hasta aquí expuesto, propongo al acuerdo:



(i) Admitir la apelación fundada en fs. 1277 por Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi, Gilberto Luis Montagna y Francisco Prea.

(ii) Revocar la resolución 11.377 dictada en fs. 1227 por la comisión Nacional de Valores, y absolver a los apelantes de los cargos que respecto de ellos formuló esa entidad en esta causa.

Tal es mi voto.

El señor Juez Rotman adhiere al voto que antecede.

Concluida la deliberación de los señores Jueces de Cámara acuerdan:

(a) Admitir la apelación fundada en fs. 1277 por Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi, Gilberto Luis Montagna y Francisco Prea.

(b) Revocar la resolución 11.677 dictada en fs. 1227, y absolver a los apelantes de los cargos que respecto de ellos formuló la Comisión Nacional de Valores.

*CARLOS MARÍA ROTMAN - FELIPE M. CUARTERO*

*Marta G. Sirulli. Secretaria* ♠