



**ESTABLECIMIENTO MODELO TERRABUSI S.A. s/  
transferencia del paquete accionario a NABISCO**

*(C.S.J.N., 24 de abril de 2007)*

**Dictamen del Sr. Procurador General:**

Suprema Corte:

- I -

Contra la sentencia de la Sala D de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial (fs. 1802/17), que revocó la Resolución N° 11.377 mediante la cual la CNV había aplicado la sanción de multa prevista en el artículo 10 inciso b) de la Ley N° 17.811 (mod. por Ley N° 24.241) a los señores Beatriz Auge de Spaghi, Patricio Spaghi, Gilberto L. Montagna y Francisco Prea (en lo sucesivo, "A. Spaghi", "P. Spaghi", "Montagna" y "Prea", respectivamente) y dispuso su absolución por los cargos de utilización de información relevante y no pública a fin de obtener ventajas para sí o para terceros al operar en el mercado de valores con acciones de Terrabusi S.A. ("Terrabusi"), en infracción a lo dispuesto por el artículo 21 de la Resolución General N° 190 –mod. por Res. Gral. N° 227- la Comisión Nacional de Valores ("CNV") interpuso recurso extraordinario, que fue concedido (fs. 1824/34 y 1860/2).

- II -

Por Resolución N° 10.974 la CNV instruyó sumario administrativo a directores y otros funcionarios de Terrabusi por presunta infracción al artículo 21 citado, que prohíbe a directores, administradores, accionistas controlantes y gerentes, entre otros, la utilización de información privilegiada para obtener ventajas para sí o para otros, derivadas de la operatoria con títulos valores de sociedades que se encuentren en el régimen de la oferta pública. Imputó a los sumariados haber operado por sí o por otros acciones de Terrabusi, a través del agente de bolsa Carlos Raimúndez, con conocimiento de información relevante no pública, relativa al precio de venta del capital accionario mayoritario de esa sociedad a Nabisco



International Inc. ("Nabisco") entre Enero y Marzo de 1994, período durante el cual se llevó a cabo la negociación (fs. 934/7).

En sus descargos los sumariados reconocieron que los señores Reyes Terrabusi y Montagna el 3/12/93 aceptaron la carta intención de Nabisco, en la que ofrecía comprar a \$5,80.- por acción hasta el 71,26% del capital social de Terrabusi, compuesto por un 53,93% bajo la titularidad de Reyes Terrabusi y Montagna – 42,56%-, Terra Garba S.A.I.C. –6,54%- y otros accionistas –4,80%- que aceptaban vender su tenencia, y un 17,24% bajo la titularidad de A. Spaghi, Prea, Comoletti de Terrabusi, Repetto ("accionistas adicionales") y otros, sujeto a su conformidad (fs. 477, 978/85, 986/1010 y 1052/68).

Asimismo, por acta de directorio de Terrabusi del 6/12/93 sólo se informó la suscripción de la mentada carta, por la cual comenzaban las negociaciones para la venta que fijaba las pautas básicas de entendimiento, pero no el precio mínimo de compra (fs. 1021), y en dichos términos se realizó la comunicación a la CNV de acuerdo al artículo 5 de la Resolución General N° 227 ("R.G. N° 227") de reserva informativa (fs. 1020).

Los sancionados reconocieron las operaciones que se les atribuye, pero no conforme al criterio indicado por la CNV, sino al utilizado por años de vender al alza de las cotizaciones y comprar a la baja, tomando las respectivas decisiones los titulares de las cuentas ("comitentes") o sus apoderados, las cuales eran transmitidas por Montagna a Raimúndez -agente de bolsa-.

Alegaron que la CNV con el dictado de los artículos 1, 11, 21, 22, 25, 26 y 27 de la R.G. N° 227, ejerció el poder de policía reservado al Congreso, creando un gravosísimo régimen punitivo de carácter abierto y exclusiva base reglamentaria, estructurado a partir de normas penales en blanco, en violación al principio de *nullum crimen nulla poena sine lege penale praevia*. Solicitaron, en consecuencia, la nulidad de la Resolución N° 10.974 en los términos del artículo 14 de la Ley N° 19.549.

Prea afirmó que las operaciones de venta por cuenta de la Sra. Comoletti de Terrabusi respondieron a necesidades de efectivo de su mandante por razones de salud, que con las operaciones de compra posteriores el patrimonio accionario se



mantuvo idéntico y que de ello no puede inferirse que se operaba con conocimiento del precio (fs. 978/85).

Montagna negó haber realizado operación alguna y asumió haber sido citado para determinar si se valió de información reservada a fin de obtener un beneficio para A. Spaghi, sostuvo que la transparencia es el bien jurídico tutelado por el artículo 21, que lo prohibido es valerse de la información reservada mediante actos enderezados a un fin de lucro y que la figura demanda un dolo específico, la existencia de una relación de causalidad adecuada entre la información no revelada y la cotización del título valor, y la obtención efectiva de una ventaja, encuadrando el insider trading como un ilícito de daño (fs. 986/1010).

A. Spaghi alegó haber tenido una participación pasiva en el directorio, que por su edad descargó el manejo de sus asuntos económicos en su hijo. P. Spaghi afirmó que no negoció acciones propias y que era gerente de relaciones laborales de Terrabusi, reconociendo ambos que A. Spaghi obtuvo un beneficio de \$ 273.828,53, resultante de la diferencia entre ganancias por compras y pérdidas por ventas (fs. 1052/68).

Estudiados dichos alegatos, la CNV por Resolución N° 11.377 aplicó sanción de multa a los sumariados conforme sigue: a A. Spaghi por utilización indebida de información relevante y no pública con ventaja para sí, y a Montagna, P. Spaghi y Prea por utilización indebida de información relevante y no pública con obtención de ventajas para otro (fs. 1227/72).

En cuanto a la inconstitucionalidad de la R.G. N° 227 planteada, la CNV expresó que por Ley N° 23.697 se facultó al Poder Ejecutivo Nacional ("PEN") a dictar las normas necesarias para afianzar el funcionamiento del mercado de capitales y por Decreto N° 2284/91 (ratif. por Ley N° 24.307) se le encomendó establecer los requisitos de información a que debían ajustarse las personas y entidades intervinientes en la oferta pública, como así también las restricciones aplicables al uso de la información relevante no pública.

Con relación a las infracciones y sanciones, refiriéndose a las que aplica el Banco Central de la República Argentina ("BCRA"), análogas a las del régimen de la oferta pública, expuso que la Corte Suprema ha concluido que ellas no participan de la



naturaleza represiva del derecho penal, lo cual según interpretó, es confirmado además por la posibilidad de concurrencia de sanciones disciplinarias con penales (art. 10, Ley Nº 17.811). Desestimó consecuentemente la defensa referida a la nulidad de la resolución inicial sustentada en la violación del principio constitucional de legalidad.

Coincidió en general con los sumariados respecto al modo en que ocurrieron los hechos, pero discrepó en cuanto a la naturaleza del valor de \$ 5,80 por acción, considerándolo un precio inicial de venta convenido y también sobre el momento en que ellos, a excepción de Montagna quien era negociador, tuvieron conocimiento de ese valor y el precio final de venta de \$ 6,50, determinando como fechas de su acaecimiento al mes de Diciembre de 1993 y la semana del 21/3/94 al 25/3/94, respectivamente. Entendió que el criterio de compra y venta estaba establecido en función de los precios acordados con Nabisco, es decir, que desde el 26/1/94 los sumariados compraron por debajo de \$ 5,80 y vendieron por encima de ese valor, mientras que, a partir del 21/3/94, compraron por encima de \$ 5,80 pero por debajo de \$ 6,50.

Sobre la difusión periodística de la información afirmó que, al no haberse comunicado al mercado el precio, los inversores carecían de la certeza necesaria como para equiparar esa información con la que poseían los sumariados. En tal sentido sostuvo que, para evitar el conflicto, los sumariados debieron abstenerse de operar para sí o en beneficio de terceros hasta que la información fuera divulgada en el mercado, o bien, debieron informarla; y que la dispensa de comunicar solicitada a la CNV no los eximía de la prohibición contenida en el artículo 21, toda vez que la información no era pública.

Desestimó la defensa de Montagna relativa a su actuación como nuncio o mensajero porque, según declaró Raimúndez, era él quien daba las órdenes para las operaciones y después de concertadas las adjudicaba a algunos de los sumariados. En igual sentido rechazó los argumentos de A. Spaghi y P. Spaghi relativos al beneficio obtenido de \$ 273.829 por ser su cálculo incorrecto, en tanto consideró es improcedente la compensación entre ganancias y pérdidas cuando los inversores intervinientes en las operaciones no son necesariamente los mismos y ellas derivan de actos ilícitos.



Rechazó también la defensa de Prea pues no probó el estado de necesidad de la Sra. Comoletti de Terrabusi y por el contrario, después de las ventas recompró las mismas tenencias.

Determinó finalmente el monto de las multas tomando en consideración el bien jurídico tutelado, el grado de participación de los sumariados, su posición dentro de la empresa, el perjuicio ocasionado, el beneficio efectivamente obtenido y sus antecedentes disciplinarios.

- III -

Los sumariados apelaron esa resolución afirmando que el objeto del sumario "radica en determinar si es válido y está probado que sean legalmente pasibles de sanción por haber incurrido en infracción a un ilícito de daño conocido bajo el nombre de insider trading, y que fuera creado y reprimido como tal por la Resolución N° 227" (fs. 1277/335).

Reiteraron las defensas articuladas en sus respectivos descargos y afirmaron que ninguno de ellos incurrió en infracción, pues A. Spaghi no utilizó información privilegiada, toda vez que quedó acreditado que Montagna no se la reveló, y ni P. Spaghi, ni Prea, pudieron aprovechar en beneficio de terceros información que no conocían. "No niegan la viabilidad de las presunciones como elemento corroborante de la sana crítica valorativa", pero estiman que ella debe enderezarse a distinguir entre las presunciones de las simples conjeturas.

Asimismo, sostuvieron que la infracción resulta carente de fundamento legal formal, en tanto es tipificada ilícitamente como un delito por la exorbitancia de la pena y que, salvo regla en contrario, las disposiciones del Código Procesal Penal (art. 4º) rigen para las infracciones penal – administrativas. Agregaron que el principio de inocencia obsta a la condena sobre la base de presunciones, pudiendo sancionarse sólo en base a pruebas concretas y concluyentes, y que la tipificación de la infracción descarta todo supuesto de actuación de buena fe, la cual se presume.

Expresaron que la inferencia del conocimiento del precio de \$ 5,80 por A. Spaghi y Prea en razón de ser miembros del directorio de Terra Garba S.A.I.C. no tiene asidero pues, además de no haber integrado el material acusatorio, esta sociedad



era controlada por Reyes Terrabusi y su familia, de modo que la intervención de los demás directores era puramente figurativa (fs. 1295 vta.).

Sostienen que la CNV presupone arbitrariamente que la reunión de accionistas en la que Montagna informa sobre el problema de la garantía tuvo lugar antes del 25/3/94, y que por lo tanto, el precio final también fue informado antes de esa fecha (fs. 1296/300).

Reiteraron que las operaciones sólo ponen de relieve un constante y homogéneo seguimiento de las oscilaciones bursátiles, porque siguiendo el razonamiento de la CNV, de haber conocido A. Spaghi el precio inicial en Diciembre, debió comenzar a comprar inmediatamente y continuar vendiendo después del 3/2/94 en que el precio se mantuvo por encima de los \$5,80. Además, que el motivo por el cual A. Spaghi comenzó a recomprar el 24/2/94 fue la abrupta caída del precio, de \$ 6 a \$ 5,40, y cesó, no obstante el precio favorable que exhibían las acciones, a principios de abril por haber entrado en posesión de información relevante.

Entendieron que en el caso de Prea, el carácter aislado de las operaciones las hace inaptas para configurar indicio alguno, no registrándose operaciones entre el 4/4/94 al 12/4/94, por estar los sumariados en conocimiento del precio final (fs. 1301/6).

Señalaron que Montagna actuó como mensajero, porque se limitaba a transmitir las decisiones de los miembros de la familia Terrabusi, que los comitentes o autorizados suscribían los conformes y que, en el caso de la cuenta de A. Spaghi fue P. Spaghi quien tomó las decisiones, no siendo Montagna ni apoderado, asesor o principal canal de acceso a la información. Asimismo, afirman que Montagna no efectuó operaciones abiertas con persona a determinar (fs. 1306/8).

Por último, objetaron la multa por ser irrazonable -al no guardar proporcionalidad con la conducta incriminada- y confiscatoria, y plantearon la inconstitucionalidad del carácter devolutivo del recurso de apelación y el caso federal -por violación del principio de legalidad y errónea interpretación del artículo 21 de la R.G. Nº 227-.



Contra la sentencia dictada por la Sala A Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial que –en cuanto aquí interesa- confirmó la Resolución Nº 11.377, los sancionados dedujeron recurso de apelación ordinario y recurso extraordinario, que fue denegado. La Corte Suprema declaró inadmisibles el recurso de apelación ordinario e hizo lugar al recurso de queja deducido en relación con el extraordinario, dejando sin efecto el pronunciamiento y ordenando dictar nuevo fallo (fs. 1762/5).

Sustentó esa decisión –por mayoría– en la doctrina de la arbitrariedad, concluyendo que el a quo no se había hecho cargo de los agravios expresados por los sumariados, prima facie conducentes para resolver en definitiva sobre la responsabilidad imputada por la comisión de la infracción del "insider trading", con afectación de la garantía del debido proceso legal (art. 18, C.N.).

En ese sentido afirmó que, para determinar si Montagna había transmitido información privilegiada y si los restantes sumariados habían actuado en el mercado con conocimiento de tal información, el tribunal no realizó en concreto un análisis crítico sobre los agravios relativos a la valoración fragmentaria de las declaraciones de fojas 906/13, 417/19 y 574/80 y de la prueba presuncional, en cuanto no había examinado si los indicios revelaban por sí mismos o por su conexión, aptitud suficiente y univocidad en el resultado de la interpretación.

Afirmó que tampoco valoró el alcance que debía darse al informe de Monitoreo de Mercados de fojas 37/8, a la planilla de fojas 894 y a la difusión periódica sobre la negociación de los valores de la sociedad Terrabusi, impugnaciones que a su entender, 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 seguimiento de las oscilaciones bursátiles del mercado, o si la conducta había sido diferente de la habitual en razón del supuesto conocimiento del precio inicial y final de las acciones, convenido entre las partes.

Señaló asimismo V.E. que no se resolvió si Montagna había actuado como simple mensajero o como comisionista, aspecto que consideró resultaba necesario examinar a los fines de concluir si había actuado en nombre de un tercero, no obstante estar en conocimiento de la información privilegiada; y consideró que la



alzada había incurrido en afirmaciones dogmáticas y exceso ritual, cuando por considerarlos extemporáneos no trató los planteos respecto a la confiscatoriedad de las multas impuestas y la inconstitucionalidad del carácter devolutivo del recurso previsto por el artículo 14 de la Ley Nº 17.811.

- V -

La Sala D de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial dictó nuevo pronunciamiento y revocó la Resolución Nº 11.377, absolviendo a los apelantes de los cargos formulados contra ellos por la CNV (fs. 1802/17 y 1819/20).

Para así decidir, el tribunal refirió haber examinado la carta de intención de fojas 477, las operaciones realizadas por los imputados; sus declaraciones de las que resultan sus posiciones en Terrabusi; el conocimiento directo y personal por Montagna de la información relevante; los vínculos familiares, y una suerte de pacto familiar conforme al cual, ninguno operaba con acciones de la sociedad, sin hablar antes con los demás.

Sostuvo que el hecho medular advertido por la CNV consiste en que pendiente la negociación con Nabisco, P. Spaghi y Prea operaron con acciones de Terrabusi en beneficio de otros, vendiendo cuando el precio de mercado superaba los \$ 5,80 y comprando cuando el papel cotizaba por debajo, y que la participación de Montagna -con conocimiento personal y directo de la información relevante- fue necesaria y sin ella no se hubieran producido ninguno de los actos que dan lugar a sanción, según el artículo 21 de la R.G. Nº 227.

Describió lo que consideró el contenido medular de la sentencia de la Corte Suprema, transcribiendo partes del Considerando 11, respecto del cual dijo: "Argumentos que -señalo- 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."

Remitió a la caracterización de la figura del "insider trading" efectuada por la CNV y el Fiscal de Cámara, y no se pronunció sobre la validez constitucional de la R.G. Nº 227, cuestionada severamente por los apelantes, por ser innecesario en la estructura de su ponencia.



Interpretó la conducta tipificada por el artículo 21, la comparó con el artículo 7º del Decreto Nº 677/01, y concluyó que el deber contemplado "no es el de no negociar, sino el de no hacerlo valiéndose de la información relevante y reservada conocida por el insider", de modo que la ilicitud sólo quedaría configurada si la conducta de los sumariados hubiese sido diferente de la habitual por su conocimiento de la información.

Afirmó que la resolución sancionatoria yerra en su interpretación al determinar el requisito de abstenerse de operar a los que poseen la información privilegiada, porque esa conducta no está tipificada, y estableció que dos son las cuestiones a resolver: a) si los sumariados tenían conocimiento de la información privilegiada, que indudablemente poseía Montagna y b) si actuaron en el mercado valiéndose de ella, destacando que esta determinación equivale a investigar los respectivos procesos psíquicos que formaron su voluntad de comprar o vender.

Luego de una disquisición sobre la prueba directa e indirecta o presuncional, sostuvo que era altamente opinable que la imposición de una sanción pudiera decidirse sobre la exclusiva base de presunciones, y concluyó que las testimoniales indicadas por la Corte, no constituyen prueba directa.

Ello es así porque, A. Spaghi no afirmó que había conocido el precio sino, en rigor, la mera posibilidad de tal extremo, y P. Spaghi declaró que barajaba esa información resultante de comentarios generales, sin precisión suficiente; por lo que según la alzada, no puede deducirse de aquella prueba que conocían la información privilegiada.

Señaló que la relación entre los apelantes parece haber sido tan buena, que habían establecido una suerte de pacto de consulta, que cumplían cada vez que deseaban operar con acciones de Terrabusi, y que si bien puede inferirse de ello que Montagna comunicó su información a algunas de las personas del grupo, esa presunción se compensa con la de buena fe o inocencia, y generan una situación de insuperable duda, insuficiente para fundar una sanción.

Respecto al momento en que los sumariados tuvieron conocimiento del precio final, aceptó como hipótesis de trabajo que lo conocieron el 20/3/94, afirmando que esa circunstancia deja fuera de todo reproche las operaciones realizadas entre el



25/1/94 y 20/3/94 y también las posteriores, porque no se acreditó que la conducta de los recurrentes fuera distinta de la habitual por el conocimiento del precio.

Agregó que a su juicio, poco significa a efectos de resolver, la posición o cargo importante que los sumariados tenían dentro de Terrabusi, pues de ello no resulta el acceso efectivo a la información; como así también, el hecho de que la negociación también afectara a los titulares del capital adicional, pues no tenían que conocer necesariamente ni el precio inicial ni las variaciones del mismo. Precisó que todos los sumariados, excepto P. Spaghi, tenían cargos en Terra Garba, titular del 6,54% del capital social de Terrabusi.

Expresó que A. Spaghi se apartó del criterio de vender al alza y comprar a la baja los días 25/3/94 y 18/3/94, circunstancia que no constituye una presunción suficiente para deducir su conocimiento del precio final, pues no siguió comprando aún cuando la cotización continuó en baja. Interpretó que Prea tampoco conoció el precio ofrecido por Nabisco, hasta la reunión de directorio del 11/4/94, y aclaró que la conclusión de la CNV sobre el conocimiento del precio inicial por integrar el directorio de Terra Garba, no fue materia de acusación.

Concluyó que P. Spaghi adoptaba las decisiones y operaba con acciones de A. Spaghi, mientras que era Montagna quien se comunicaba con el agente de bolsa Raimúndez, y que todo el material aportado a la causa indica que le habría dicho: "Dice P. Spaghi que compre (o venda) acciones", de lo cual infirió que actuó como simple mensajero.

Por último, absolvió a los sumariados por entender que el examen y valoración del material probatorio sólo permitió alcanzar una situación de insuperable duda, insuficiente para mantener las sanciones aplicadas por la CNV y consecuentemente, declaró abstracta la cuestión sobre la inconstitucionalidad del carácter devolutivo del recurso.

- VI -

La CNV interpuso recurso extraordinario (fs. 1824/34), que fue concedido según consta a fojas 1860/2 por ser jurídicamente procedente e institucionalmente



conveniente, a fin de que la Corte Suprema, si lo considera, juzgue la adecuación a derecho de la sentencia dictada por la Sala D.

La recurrente sostiene que existe cuestión federal suficiente según lo dispuesto por el artículo 14 de la Ley Nº 48 porque la decisión del Tribunal es contraria al derecho federal alegado, y la interpretación que realiza implica el desconocimiento de la figura del "insider trading", lo cual, causa un gravamen irreparable al hallarse en juego la transparencia, que es uno de los principios fundamentales del mercado de capitales.

Afirma que el fallo lesiona de manera incuestionable el régimen de la Ley Nº 17.811, cercenando las facultades de fiscalización y poder disciplinario acordadas a la CNV, que no pueden ser ejercidas por otro poder.

Sostiene que la sentencia es arbitraria pues su conclusión es producto del erróneo planteo de las cuestiones a analizar para tener por configurada la infracción, ya que si bien exige que los sancionados hayan operado en el mercado con conocimiento de la información privilegiada, añade la exigencia de probar que los sancionados se valieron de ella en cada actuación y que, según la norma, no es necesaria la concurrencia de dolo específico.

Asimismo, porque los jueces de la causa interpretan que el artículo 21 de la R.G. Nº 227, al proscribir la utilización de información relevante no pública a fin de obtener ventajas para sí o terceros, no prevé el deber de abstención de negociar cuando las personas que la norma enuncia se encuentren en posesión de esa información privilegiada.

Afirma que los sumariados tampoco interpretaron de esa forma la norma, pues al suscribir el acuerdo de entendimiento con Nabisco, se comprometieron a no negociar directa o indirectamente las acciones de Terrabusi y a no divulgar información relevante a terceros, excepto cuando fuera requerido por la ley o convenido por las partes.

Señala asimismo, que el pronunciamiento es arbitrario porque omite considerar prueba producida y efectúa una incorrecta valoración de las declaraciones de A. Spaghi, P. Spaghi y Montagna a la luz de la restante prueba y, con relación a este



último, no obstante todo el material aportado a la causa indica que era un comisionista, la Cámara sostiene que su actuación era la de un simple mensajero.

Aduce, por último, que la Corte se halla autorizada a revisar lo decidido por los jueces de la causa sobre las cuestiones de hecho, cuando lo resuelto sea insostenible y constituya el medio arbitrado para frustrar el derecho federal invocado (Fallos 192:104; 193:61, entre otros), y que el caso reviste gravedad institucional, tanto por el carácter federal de la normativa aplicable, como porque la decisión recurrida desconoce las atribuciones reglamentarias y disciplinarias de la CNV.

- VII -

El recurso extraordinario interpuesto es formalmente admisible pues se encuentran en tela de juicio la inteligencia de preceptos federales y actos de autoridad nacional dictados en su virtud; y la decisión ha sido contraria a las pretensiones del apelante (art. 14 inc. 1 y 3, Ley Nº 48 y doctrina de Fallos 313:63; 321:2239; 322:2220; 324:333; 326:3852, entre otros).

No resulta ajena a este dictamen la circunstancia que el Tribunal ya ha tenido oportunidad de pronunciarse en esta controvertida cuestión, al invalidar un pronunciamiento previo de la Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, pero, mas allá de la interpretación auténtica que pueda realizar de su propio fallo, creo que el fundamento central de ese pronunciamiento fue la arbitrariedad de la sentencia del a quo por haber incurrido en omisiones en el tratamiento de aspectos conducentes de los que se habían agraviado las personas sancionadas.

Subsanado ese defecto por los integrantes de la Sala D de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, se impone, entonces, examinar la interpretación que efectuaron de la mencionada R.G. Nº 227 -sobre cuya constitucionalidad estimaron innecesario pronunciarse-; y también determinar si se configura la arbitrariedad que según refiero en el punto VI, invocan los representantes de la CNV.

Creo propicio recordar que V.E. tiene dicho que en la tarea de esclarecer la inteligencia de este tipo de normas no se encuentra limitada por las posiciones del



a quo, ni de las partes sino que le incumbe realizar una declaratoria sobre los puntos en debate (v. Fallos 311:2553; 323:1491, entre otros), y al ser invocadas también causales de arbitrariedad que se encuentran inescindiblemente vinculadas con los temas federales en discusión, han de ser examinados en forma conjunta (Fallos 321:703; 323:2519; 324:4307; etc.).

Respecto de la hermenéutica del texto legal cuestionado, los jueces de grado sostienen, a partir del estudio comparativo que realizan entre la conducta ilícita tipificada por el artículo 21 de la ya mencionada R.G. Nº 227 -aplicable a la cuestión- y la prevista en una norma posterior -art. 7 del Dto. Nº 677/01, ajeno al caso por su tiempo de vigencia-, que el comportamiento tipificado "es sólo operar valiéndose el adentrado de su información privilegiada".

Entienden, que no es obligación de los insiders –en contraposición a lo que ocurre con el nuevo Dto. 677/01– abstenerse de comerciar, sino no hacerlo sirviéndose o valiéndose de dicha información. Y para ellos valerse "equivale a investigar cuál fue el proceso psíquico que formó la voluntad de cada uno de ellos o la causa intelectual de sus respectivas voliciones...". Sostienen que se trata 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.

Como primer paso a los fines de determinar la inteligencia correcta del artículo 21 de la R.G. Nº 277, debo recordar que dicha norma, en cuanto aquí resulta de interés, prohíbe a accionistas controlantes, directores, administradores y gerentes (insiders, iniciados o adentrados) valerse de información relevante no divulgada públicamente (art. 11) 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.

Ahora bien, según el diccionario de la Real Academia Española el verbo "valer" en una de sus acepciones significa "usar algo con tiempo y ocasión o servirse últimamente de ello" (pto. 16 vgr. "valerse de una herramienta"). A su vez "servir" es "aprovechar, ser de utilidad" (pto. 6); y "aprovechar" consiste en utilizar útilmente algo o sacarle máximo rendimiento (v. sitio [www.rae.es](http://www.rae.es) de la Real Academia Española).



Se sigue de ello que, para que pueda considerarse tipificada la figura en cuestión, se requiere esencialmente la concurrencia del siguiente requisito: el uso por los insiders de información relevante y no pública en el ámbito de cualquier operación vinculada con el régimen de la oferta pública para lucrar con ello.

En este contexto la inteligencia que los jueces otorgaron a la expresión "valerse" como referida exclusivamente a aspectos subjetivos, a procesos psíquicos o a la necesidad de dilucidar causas intelectuales de un obrar, resulta irrazonable, desde que como es obvio sería hartamente dificultoso cuando no imposible, indagar en cada caso la voluntad interna de los imputados para determinar si han incurrido o no en las conductas sancionadas. Como para establecerlo las autoridades legitimadas sólo pueden recurrir a datos objetivos y a presunciones que emanen de la conducta de los insiders –aspectos éstos que parece descartar la Cámara-, aquella interpretación del a quo convierte a ese precepto en letra muerta por su imposible aplicación. Asimismo, no deja de provocar sorpresa la suposición que en este marco operativo, se pueda deslindar el obrar del conocimiento adquirido, argumento aparente que carece de adecuado sustento y que también desnaturaliza el sentido de la norma tornándola -reitero- de imposible aplicación.

La reglamentación adecuadamente entendida entonces, se refiere básicamente a la posesión de la información privilegiada y a operar con conocimiento de ella en el mercado, en favor propio o de terceros; sin el deslinde que realiza el a quo relativo al aprovechamiento de ese saber como factor exclusivamente subjetivo, pues si se condiciona la figura a un aspecto meramente inmaterial, la comprobación tangible del uso de la información -reitero-, resultaría prácticamente imposible.

Además este es el sentido que el Decreto N° 677/01 –actualmente vigente- atribuye a la infracción de insider trading en su artículo 33 (Capítulo IX relativo a "Conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública") que dispone -en lo pertinente-: "Las personas mencionadas en el artículo 7° del presente Decreto 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 valores negociables o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública", es decir, que su contenido con respecto al artículo 21 de la R.G. N° 227, no ha variado. Pero, adicionalmente, en su artículo



7º puntualiza el deber de abstención bursátil para los insiders con información privilegiada.

Reiterada jurisprudencia de V.E ha establecido que por encima de lo que las leyes parecen decir literalmente es propio de la interpretación indagar lo que ellas expresan jurídicamente, en conexión con las demás normas que integran el ordenamiento sin prescindir por cierto de las palabras de la ley, pero efectuando una interpretación razonable y sistemática (Fallos 300:417; 312:1614; 322:875; 325:2540). Ello importa que sobre el seguimiento estricto de su letra debe primar la búsqueda del espíritu de la norma dando pleno efecto a la intención del legislador sin desnaturalizar su finalidad a fin de arribar a una interpretación razonable y valiosa (Fallos 311:2187; 319:2678; 323:1406).

- VIII -

En dichas condiciones, si nos preguntamos la razón de ser de las mencionadas disposiciones legales cabe hacer algunas precisiones en cuanto a su objeto, naturaleza y finalidad.

Considero necesario recordar primero que la Ley Nº 17.811, asignó a la CNV la función de ejercer el poder de policía (Fallos 304:883) sobre la oferta pública de valores negociables, como modo de resguardar los intereses de los inversores mediante la protección de la transparencia de las operaciones -bien jurídico tutelado-, necesario para mantener las condiciones de seguridad y confianza que impulsan la difusión de la propiedad de valores negociables (v. Exposición de Motivos, Ley cit.). A dicho fin la mencionada entidad dicta las normas a las cuales deben ajustarse las personas físicas y jurídicas que en cualquier carácter intervengan en la oferta pública de valores negociables, fiscaliza su cumplimiento (art. 7 primera parte y 6 inciso d) y f), Ley Nº 17.811), y puede aplicar las sanciones previstas en el artículo 10 de la Ley Nº 17.811 -preceptos que no han sido tachados de inconstitucionalidad-, luego de sustanciado el sumario administrativo en el que se detecten infracciones normativas.

A su vez, resulta necesario recordar que las disposiciones de la Ley Nº 17.811 fueron complementadas con la Ley Nº 23.697 que facultó -art. 41- al PEN para dictar las normas necesarias para afianzar el funcionamiento del mercado de



capitales, preservando los deberes y responsabilidades previstos en aquella, a fin de llevar transparencia e igualdad de oportunidades de inversión a todas las plazas del país.

Asimismo, el PEN atribuyó competencia a la CNV (Dto. N° 2284/91, rat. por Ley N° 24.307), para establecer los requisitos de información a que debían sujetarse las sociedades emisoras, administradores, gerentes y demás personas vinculadas a ellas, como así también las restricciones aplicables al uso de esa información en transacciones con títulos valores. En ejercicio de esas atribuciones, la CNV dictó la R.G. N° 190 (mod. por R.G. N° 227), en cuyos considerandos resaltaba que a fin de colaborar en el afianzamiento definitivo de un mercado de capitales emergente como el argentino, resultaba esencial arbitrar los medios para garantizar el acceso a información confiable y suficiente, y lograr mercados más transparentes, impidiendo prácticas tendientes a dañar la confianza del inversor, tales como el uso de información privilegiada.

Debo decir aquí, que esa confianza presupone un deber fiduciario de lealtad, debido -en el caso- por los insiders a la sociedad y sus accionistas y que encuentra sustento no ya en los artículos 59 y 274 de la Ley N° 19.550 solamente, sino también en la reglamentación del mercado de capitales, que tiene por objeto -como ya dije- impedir prácticas tendientes a dañar la transparencia en éste ámbito.

Resulta atinente mencionar que la Organización Internacional de Comisiones de Valores publicó en 1998 los "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores", y señaló como objetivos principales la protección de los inversores, garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y la reducción del riesgo sistémico, objetivos que se encuentran estrechamente relacionados entre sí, se superponen y tienen basamento esencialmente en la disponibilidad de la información relevante y suficiente en forma oportuna. El punto 3.1 de la publicación citada, establece que en aras a resguardar al público inversor, los emisores deberán estar protegidos de prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo expresamente el uso indebido de información privilegiada.

No cabe sino concluir entonces, teniendo en cuenta que le compete a este Ministerio Público promover la actuación de la justicia en defensa de la legalidad y de los intereses generales de la sociedad (art. 120 C.N. y art. 1° Ley 24.946), que



el sentido atribuido en el punto VII del presente dictamen al artículo 21 de la R.G. Nº 227, resulta acorde con la finalidad perseguida por el legislador y permite una efectiva y adecuada aplicación del precepto.

- IX -

A partir de la interpretación que formulo del sentido que cabe atribuirle a la R.G. Nº 227 y teniendo en cuenta el marco jurídico que con respecto a Montagna estableció V.E. -por unanimidad- en cuanto a la necesidad de dilucidar su carácter de mensajero o comisionista, situación a la que V.E. acotó su actuación, creo necesario realizar algunas precisiones a efectos de determinar si ella encuadra en la prohibición prevista en el artículo 21.

La Cámara en la sentencia ahora recurrida decidió que el nombrado actuó como un simple mensajero, toda vez que entendió que en las operaciones bursátiles objeto de estudio no declaró su propia voluntad (1815 vta./16). Dicha conclusión no sólo se aparta de las constancias de la causa, tal como expondré a continuación, sino que omite una relación adecuada con la normativa aplicable, como es el artículo 46 de la Ley Nº 17.811 y los artículos del Código de Comercio que regulan el contrato de comisión, antecedentes que autorizan a calificar dicha postura como irrazonable.

Montagna, que en su condición de insider -revestía el carácter de director titular de Terrabusi- y que en todo momento conoció el precio de compra ofrecido, ya que negoció -en representación de dicha sociedad- directamente la transferencia de acciones a Nabisco y suscribió la carta de intención, por la que se comprometía a no vender ni negociar directa o indirectamente los títulos valores de la primera (pto. 5.a, fs. 478), estaba imposibilitado, dada su condición y obligaciones asumidas, de realizar operaciones para sí o para otros -conf. art. 21 cit.- (v. los ptos. VII y VIII del presente dictamen, fs. 475/8, 480/548, 575 y 906/13).

El agente de bolsa Carlos Raimúndez en su declaración (fs. 416) señaló que recibía órdenes de compra o venta diariamente de parte de Montagna, y que una vez concertadas las operaciones, éste las adjudicaba a los comitentes, siendo en el período de estudio la cuenta de A. Spaghi la que más intervino.



De las constancias de autos, surge que Montagna, por sí, en posesión de información relevante no divulgada públicamente -precio inicial y final-, entre Enero y Abril de 1994, dio órdenes de compra y venta por cantidad y precio determinados al agente de bolsa Raimúndez, por cuenta de los comitentes A. Spaghi y Josefina Comoletti de Terrabusi. Cabe destacar que el artículo 46 de la Ley Nº 17.811, establece que los agentes de bolsa sólo pueden aceptar órdenes del comitente o sus apoderados quienes previamente deben acreditar su identidad, ello permite inferir a contrario sensu, la prohibición de aceptar aquellas emanadas de un simple mensajero.

De esta manera y como ya adelanté, no resulta entonces ajustada a derecho, ni tampoco a los hechos comprobados de la causa, la conclusión del a quo y lo alegado por los sumariados, en cuanto a la condición de mensajero de Montagna. Ello es así desde que, primero, su actuación como tal no está admitida por el artículo 46 de la Ley Nº 17.811 -aplicación a contrario sensu-, que exige a los agentes de bolsa aceptar órdenes sólo de personas que previamente hayan acreditado su identidad y demás datos personales y registrado su firma en el registro que a ese efecto deben llevar. Así, frente a la disyuntiva entre comisionista o mensajero, no es razonable atribuirle a Montagna una situación jurídica -mensajero- que no le permitía intervenir como tal en el mercado, por lo que en esas condiciones, el agente de bolsa no hubiera podido aceptar sus órdenes. En este sentido, los jueces no podían dejar de valorar tampoco que Montagna se encontraba registrado por el agente de bolsa como comitente (fs. 426) y que de la declaración del testigo Raimúndez, a que me refiero en el presente punto IX, párrafo 4º, se deriva que la actuación del sumariado, fue la de un comisionista.

Dejando a salvo lo dicho, es dable señalar en segundo lugar, que los hechos por sí mismos revelan que Montagna no se comportó como un simple mensajero; dicha figura presupone la existencia de un emisor del mensaje y con ello la revelación de su identidad, cosa que no aconteció en el caso, pues según manifestó Raimúndez, sólo después de concertadas las operaciones Montagna se las adjudicaba a alguien del grupo. Sin embargo, y aunque resultara de esos hechos que P. Spaghi tomó las decisiones de comprar y vender a nombre de A. Spaghi (v. declaración fs. 577), Montagna dio las órdenes a nombre propio, por cuenta y favor ajeno.



Siendo ello así, y atento la naturaleza del negocio, es claro que debe estarse a lo dispuesto por el Código de Comercio en cuanto al contrato de comisión, que atribuye responsabilidades amplias a los comisionistas, pues actúan a nombre propio y por cuenta ajena, no cumpliendo una simple gestión representativa -como en el caso del mandato-. El comisionista debe adecuarse a las exigencias legales respecto a las operaciones encomendadas, quedando directamente obligado hacia las personas con quienes contrata (arts. 233, 238, 242 y 244, Cód. Com.) y personalmente frente a terceros. Es útil recordar que el contrato de comisión mercantil puede ser expreso o tácito, resultando aplicable en cuanto a la forma, lo previsto en orden al mandato (arts. 1873 y 1874, Cód. Civ.).

Necesario es concluir entonces que, Montagna en su condición de comisionista incurrió en la conducta tipificada en el artículo 21, en tanto conocía la información privilegiada; pero, en orden a determinar si resulta a él reprochable, es preciso esclarecer si ella estuvo enderezada a obtener ventajas en beneficio de otro, o bien si su actuación se adecuó al criterio de buena fe que alega haber seguido por años, de vender al alza y comprar a la baja de las cotizaciones.

A esos fines, resulta razonable recurrir -según ya tuve oportunidad de señalarlo en el punto VII- a la regla de la sana crítica, fundada en hechos o indicios comprobados en la causa que por su número, precisión, gravedad y concordancia, formen convicción sobre su concurrencia (art. 163 inc. 5º C.P.C.C.N.). Entiendo conducente sobre el particular agregar que las cuentas operadas por Montagna obtuvieron beneficios (fs. 1257/60), que el volumen negociado de la especie Terrabusi en el período comprendido entre Enero y Abril de 1994 fue sustancialmente superior al correspondiente al año 1993, y que las cuentas de A. Spaghi y Comoletti de Terrabusi en varias ruedas no cumplieron con el criterio que fundamenta la buena fe invocada por aquel de haber vendido al alza y comprado a la baja, lo que claramente demuestra el objetivo del comisionista de obtener ventajas. Finalmente, el problema vinculado a la difusión pública de la información relevante, será objeto de tratamiento en el punto siguiente.

- X -

Sentado lo anterior, resta estudiar la admisibilidad de las sanciones aplicadas a A. Spaghi, P. Spaghi y Prea. Sobre el particular debo precisar que conforme surge de



las constancias de la causa, todos los sumariados entre el 6/12/93 y el 14/4/94, según establece el artículo 11 de la R.G. Nº 227, revestían el carácter de insiders pues Montagna era vicepresidente 2º de Terrabusi, director general ejecutivo (cargo equivalente a gerente general) de Terrabusi y secretario de Terra Garba, A. Spaghi era directora titular de Terrabusi y Terra Garba, Prea era vicepresidente 1º de Terrabusi y P. Spaghi era director de relaciones industriales e institucionales de Terrabusi -cargo equivalente a gerente- (fs. 418/9, 574, 906, 911, 1021, 1338/9). Se comprobó asimismo, que todos ellos eran parientes por consanguinidad o políticos, tenían relación de amistad, participaban de un negocio común y tenían un trato de familia, por el cual nadie vendía acciones sin informarlo a los demás miembros (fs. 418/9, 574, 906/13, 1021, 1337/9). Montagna operaba -como ya mencioné- por cuenta de A. Spaghi y de Comoletti de Terrabusi, siendo apoderados de estos últimos los señores P. Spaghi y Prea, respectivamente.

Corresponde en consecuencia establecer si el resto de los sancionados realizaron las conductas descriptas en la resolución administrativa, en infracción a la reglamentación, y a la luz de la interpretación normativa antes expuesta y de conformidad con lo resuelto por el Máximo Tribunal. A tales efectos entiendo útil recordar que la oferta inicial efectuada por Nabisco -\$5,80.- por acción-, fue sostenida durante el período comprendido entre el 3/12/93 (fecha del acuerdo de entendimiento, fs. 479) hasta alrededor del 20/3/94, fecha en que según manifestó Montagna, hubo un nuevo acuerdo sobre el precio (fs. 909), que se elevó a \$6,50.- por acción.

En la reunión de directorio de Terrabusi del 6/12/93 se informó sobre la aceptación de la carta de intención para la venta del 53,926% del capital accionario -que incluía acciones de Terra Garba- y de la posibilidad de adherir a esa venta la tenencia de A. Spaghi y Prea, y se resolvió comunicar el contenido del acta a la CNV de conformidad con lo dispuesto por la R.G. Nº 227 (v. fs. 1021). Asimismo, Nabisco el 17/2/94 mediante carta obrante a fojas 1025 expresó que la reunión de la semana anterior había sido decepcionante, y manifestó sorpresa ante la disconformidad de Terrabusi con respecto al precio ofrecido, resaltando que había sido considerado por dicha sociedad como tentador en Noviembre de 1993. Estos hechos, no controvertidos, acreditan que si bien con condiciones, el acuerdo de entendimiento (3/12/93) firmado como consecuencia de la carta de intención de



Nabisco (fs. 477/479), constituyó un convenio para la venta del paquete mayoritario y fijó un precio de \$5,80.- por acción -y no un mero comienzo de las negociaciones y estimación de arranque-, y de conformidad con ello, los sumariados consideraron esa información como relevante (v. acta, fs. 1021) y la comunicaron a la CNV en los términos de la R.G. Nº 227 -pero no el precio ofrecido-.

También surge de las actuaciones, que entre el 26/1/94 al 23/2/94, con las modalidades de representación ya indicadas, A. Spaghi vendió 907.580 acciones de Terrabusi a precios promedio de \$6,2266 por acción, representando en 3 ruedas aproximadamente el 70% del volumen operado y Comoletti de Terrabusi vendió 33.424 acciones de la especie a precios promedio de \$6,20.- por acción, es decir a precios superiores a \$5,80.- (fs. 894/896, 1190, 1192 y 1196). En el período comprendido entre el 24/2/94 al 10/3/94 donde la especie registró precios de cierre inferiores a \$5,80.-, A. Spaghi compró 401.476 acciones a un precio promedio de \$5,3107.- por acción, es decir a un valor menor al acordado con Nabisco en aquel momento -\$5,80.-, que representó un volumen en todas las ruedas del 40%. Por último, entre el 24/3/94 y el 29/3/94 inclusive, cuando ya había sido acordado con Nabisco el precio final de \$6,50.- A. Spaghi compró 226.216 acciones a precios promedio de \$6,0634.- por acciones y Comoletti de Terrabusi compró 33.424 acciones a precios promedio de \$5,8638 por acción, que resultan inferiores al valor final indicado, pero superiores a \$5,80. Del informe de Monitoreo de Mercados de la CNV, no objetado por los sancionados, surge que los precios de las acciones de Terrabusi se movieron en cuatro ciclos: 1) alcista, entre el 3/1/94 al 4/2/94, 2) bajista, del 4/2/94 al 11/3/94, 3) alcista, entre el 11/3/94 al 28/3/94 y 4) bajista del 28/3/94 al 20/4/94 (fs. 37/38), por lo que los días 22 y 23/2/94 A. Spaghi vendió con tendencia bajista, el 24, 25 y 28/3/94 compró con tendencia alcista y Comoletti de Terrabusi el 7 y 8/2/94 vendió con tendencia bajista.

De lo anterior y del análisis de los movimientos de las cuentas efectuados en el punto X de este dictamen, puede razonablemente concluirse que se realizaron operaciones en disconformidad con el criterio que los mismos sumariados expusieron en sus defensas, considerando asimismo que los volúmenes mensuales promedio negociados en la especie Terrabusi durante los meses de Enero, Febrero y Marzo de 1994 duplicaron en exceso los correspondientes al año 1993 y



prácticamente cuadruplicaron los del año 1992 (fs. 1076, prueba presentada por los sancionados). Asimismo, constituye un hecho no controvertido que existía un acuerdo de familia por el cual nadie vendía acciones sin informarlo a los demás miembros (fs. 418, 577 y 910).

Ahora bien, teniendo en cuenta los hechos mencionados reales, probados y no controvertidos, de las declaraciones de A. Spaghi, P. Spaghi y Montagna no puede sino entenderse –contrariamente a lo expuesto por la Cámara– que los dos primeros conocían la oferta inicial efectuada por Nabisco de \$5,80.- por acción. Así, cuando P. Spaghi ante la pregunta sobre si se hablaba de un precio en Noviembre de 1993, respondió que "se barajaba un precio de \$5,80.-", debe interpretarse como ya fue expuesto que dicho precio era el ofrecido y aceptado en aquel momento mediante el acuerdo de entendimiento (fs. 479), y que era de su conocimiento (v. declaración fs. 579).

El término "barajar" según el diccionario de la Real Academia Española, consiste en considerar posibilidades o probabilidades que pueden darse en las reflexiones o hipótesis que preceden a una resolución, por lo que puede deducirse del contenido estrictamente literal de la declaración que P. Spaghi se refirió así al precio ofrecido por Nabisco -\$5,80-, en tanto fue inicial y posteriormente modificado.

Así, y como lo expondré más adelante, no constituye un argumento válido el relativo a que P. Spaghi tomó conocimiento de la información a través de las publicaciones periodísticas, ya que en la mayoría de los casos no fue publicado el precio y en varias oportunidades fueron desmentidas por la propia sociedad (fs. 41/44, 28/9, 1035 y 1047). De igual forma, a fojas 419 A. Spaghi ante la pregunta sobre si sabía el precio en que se vendería el paquete, respondió que "en ese momento se lo habrían informado, pero que no lo recuerda la oferta" (sic), por lo que considerando los hechos reales y probados antes descriptos, y el texto de su declaración que se refiere a la oferta de compra comprensiva de su precio, corresponde entender que tenía conocimiento de la información privilegiada.

Por otra parte, Prea –al igual que A. Spaghi– revestía el carácter de director titular de Terra Garba, propietaria del 6,54% de las acciones de Terrabusi que fueron transferidas e integraban el 53,926% que en oportunidad de la suscripción del acuerdo de entendimiento se aceptaba transferir a Nabisco, y a su vez, era



vicepresidente de Terrabusi y miembro de su dirección general ejecutiva. De esa manera, puede válidamente afirmarse que tenía conocimiento del precio inicialmente ofrecido y aceptado, considerando que a tenor de lo dispuesto por el artículo 255 de la Ley N° 19.550, la administración y representación de una sociedad anónima corresponde a su directorio, de modo que aparece como irrelevante lo alegado por Prea -y A. Spaghi- en cuanto a su participación figurativa en Terra Garba, ya que los directores deben dedicar en el desempeño de su cargo todo el tiempo, atención y preocupación necesarios por los asuntos sociales, y lo contrario los haría incurrir en incumplimiento de las obligaciones a su cargo (art. 274, Ley N° 19.550).

Se debate sobre la fecha en que se llegó a un acuerdo sobre el precio definitivo de venta de \$6,50.- por acción y oportunidad en que Montagna lo informó a los restantes vendedores. Ahora bien, los sancionados manifestaron que el 20/3/94 la negociación se interrumpió porque Nabisco exigió una garantía y Reyes Terrabusi se negaba a otorgarla, resolviéndose el problema a principios de Abril cuando luego de haber comunicado en una reunión todas las condiciones de la venta, los demás accionistas decidieron integrarla, mientras que la CNV sostiene que ello ocurrió en la semana del 20/3/94 (fs. 909, 103/104).

El 25/3/94 en horas de la mañana Reyes Terrabusi informó al directorio que las negociaciones enmarcadas en una evolución favorable permitían estimar una conclusión antes del 30/4/94 (fs. 463), y según Montagna el problema de la garantía se produjo luego de llegado a un acuerdo sobre el contrato y el precio de venta (fs. 909). La circunstancia de que la ruptura de las negociaciones acaeció el 20/3/94 como consecuencia de la garantía solicitada y que ese problema devino luego de acordados los términos del contrato y precio de venta, permiten deducir que el precio de \$6,50.- fue convenido antes del 20/3/94 (domingo), y si el 25/3/94 todo marchaba favorablemente, la reunión mencionada con los accionistas en la que se les informó las condiciones -y precio- de la venta debió tener lugar en ese lapso intermedio, para reanudar el diálogo el 23/3/94.

Entonces, conocido por los accionistas el precio final -\$6,50-, recuérdese que tanto A. Spaghi como Comoletti de Terrabusi compraron acciones en el período comprendido entre el 24/3/94 al 29/3/94, conforme también aceptó la Cámara (fs. 1811 vta.), debieron haberse abstenido de operar con acciones de la sociedad, por



lo que cabe entender que infringieron lo dispuesto en el artículo 21 citado, teniendo en cuenta, además, que obtuvieron ganancias en ambos casos.

Las publicaciones periodísticas referidas a fojas 41, en tanto no indicaban con precisión el precio de compra y asimismo fueron desmentidas en algunos casos por Terrabusi (v. fs. 28/9, 1047, 1035), no hicieron cesar los deberes de reserva y de abstención bursátil impuestos legalmente, independientemente que para evitar asimetría en la información entre los participantes del régimen de oferta pública es que los artículos 2º y 4º de la R.G. Nº 227 imponían el deber de comunicar todo hecho relevante a la CNV y a la entidades autorreguladas para su publicación.

A mi modo de ver, el hecho de que Montagna haya ordenado la compra o venta de acciones de Terrabusi propiedad de A. Spaghi y Comoletti de Terrabusi –fallecida y absuelta por la CNV- directamente al agente de bolsa, no puede ser óbice para determinar configurada la infracción respecto de la primera de las nombradas, ya que de aceptarse ello habilitaría a los adentrados a que mediante interpósita persona, negocien sus títulos valores en contra de lo establecido legalmente.

En este sentido, cabe recordar que las operaciones bursátiles realizadas no pudieron ser desconocidas por A. Spaghi, P. Spaghi y Prea -apoderado de Comoletti de Terrabusi-, ya que su producido –ganancias y/o títulos- ingresó en las cuentas personales, los conformes eran suscriptos por sus titulares o autorizados, y las notas de débito por retiros y créditos por depósitos de dinero eran firmadas por el interesado, y en caso contrario eran avaladas por un director o un secretario, y por otra parte en ningún momento fueron objetadas. Cabe recordar que el comitente encomienda la realización de las operaciones determinadas al comisionista –en el presente caso, operaciones bursátiles-, existiendo entre ellos una relación de mandato (art. 232 Cód. Com.).

Asimismo, tanto P. Spaghi como Prea que actuaron en representación de A. Spaghi y Comoletti de Terrabusi, conociendo –conforme lo expuesto- la información relevante y no pública, tenían prohibido legalmente negociar la especie Terrabusi con la finalidad de obtener para sí o para otros ventajas de cualquier tipo. P. Spaghi y Prea revestían el carácter de mandatarios, es decir que su actuación era a nombre y por cuenta ajena (art. 1869 Cód. Civ.), y toda vez que reconocieron (v. declaración P. Spaghi, fs. 577 y defensa Prea, fs. 981/82) que habían ordenado las



operaciones con acciones de Terrabusi de titularidad de sus mandantes, y en tanto resultaban comprendidos en los supuestos del artículo 11 (directores titulares de Terrabusi), en mi opinión, se encuentra respecto de ellos también configurada la infracción al artículo 21.

Debo mencionar que la sentencia de la alzada, no resulta a este respecto tampoco ajustada a los hechos comprobados, no controvertidos de la causa y régimen legal aplicable, en tanto por una parte, le asignó a las declaraciones de los sancionados una interpretación contraria a ellos y al sentido literal de sus palabras; y por otra, se apartó de una aplicación razonable de las normas que reseño en los párrafos precedentes.

- XI -

Atento a las conclusiones arribadas, corresponde en esta instancia analizar la inconstitucionalidad de la R.G. N° 227 planteada por los sancionados, y a tal efecto resulta conducente recordar que es función de la CNV establecer y dictar las normas a que deben ajustarse las personas físicas y jurídicas autorizadas para la oferta pública de valores negociables y quienes actúan por cuenta de ellas (art. 6 inc. d) y 7 primera parte, Ley N° 17.811), todo ello en aras de garantizar el correcto funcionamiento del mercado como parte esencial del sistema financiero.

Por otra parte, y como ya fue adelantado en el punto VIII de este dictamen, la Ley N° 23.697 –art. 41- facultó al PEN para dictar las normas necesarias para afianzar el correcto funcionamiento del mercado de capitales, con la finalidad de lograr un mercado transparente y con igualdad de oportunidades de inversión.

A su vez, el PEN mediante Decreto N° 2284/91 –ratificado por el art. 29, Ley N° 24.307- estableció la competencia de la CNV para establecer los requisitos de información a los que deben ajustarse las sociedades emisoras con oferta pública de sus títulos valores, sus administradores, gerentes, empleados y cualquier otra persona a ellas vinculada, como así también las restricciones aplicables al uso de la información; y en virtud de ello, fue dictada por dicho organismo especializado la R.G. N° 227.



En primer término corresponde precisar que la violación a reglamentaciones dictadas por la CNV constituyen infracciones administrativas, y al respecto la Corte Suprema no ha convalidado la aplicación indiscriminada de los principios que rigen en materia penal respecto de ellas, teniendo en cuenta las particularidades del bien jurídico protegido por la ley específica (Fallos 321:824), lo cual se ve reafirmado por la naturaleza preventiva del derecho administrativo sancionador, por contraposición con la represiva del derecho penal.

Sentado lo anterior, V.E. tuvo oportunidad de expresar que las atribuciones especiales que el Congreso otorga al Poder Ejecutivo para dictar reglamentos delegados, pueden ser subdelegados por éste en otros órganos o entes de la Administración Pública, siempre que la política legislativa haya sido claramente establecida (Fallos 318:137). Asimismo, el Alto Tribunal ha reconocido que puede atribuirse competencia a ciertos órganos –centralizados o no– para establecer hechos y aplicar sanciones atendiendo a su función de policía social (art. 67 inc. 28, actual art. 75 inc. 32, C.N.), con la condición de que se preserve la revisión judicial de las decisiones adoptadas en el ámbito administrativo, como ha ocurrido en el caso bajo examen (Fallos 303:1776).

Así, y en específica referencia al tema que nos ocupa, la facultad concedida a la CNV por el Decreto Nº 2284/91 –ratificado por Ley Nº 24.307–, debe, a mi modo de ver, entenderse en armonía con la finalidad ya expuesta de la Ley Nº 17.811. En esta línea de pensamiento, y considerando que se trata de normas complejas y específicas referidas al mercado de capitales, es razonable que sean dictadas por el organismo especializado –CNV–, cuya competencia atribuida por ley, se extiende a todos los intervinientes o participantes en la oferta y negociación de valores negociables, que, a su vez, son los sujetos pasivos de la reglamentación. Por otra parte, resulta necesario resaltar que no constituyen atribuciones consideradas indelegables en razón de su naturaleza (v. art. 99, inc. 3º y 76, C.N. y Fallos 300:392, 443; 304:1898), desde que la Resolución en estudio no regula materia penal, tributaria, electoral o el régimen de los partidos políticos. En este sentido, V.E. afirmó que de los términos de la Ley Nº 17.811 se desprende que su propósito no es sólo regular ciertas relaciones entre particulares, sino que apunta a un objetivo eminentemente público, cual es crear las condiciones e instrumentos



necesarios para asegurar una efectiva canalización del ahorro hacia fines productivos (Fallos 303:1812).

Por otro lado, los sancionados cuestionaron la R.G. Nº 227 en tanto consideran que transgrede el principio constitucional de legalidad –art. 18 C.N.–, que conforme ha interpretado la Corte Suprema exige indisolublemente la precisión por la ley de los hechos punibles y las sanciones aplicables (Fallos: 320:2948). Expuesta mi posición en torno a las facultades reglamentarias de la CNV, en mi opinión la R.G. citada no resulta violatoria del principio de legalidad establecido en el artículo 18 de la Constitución Nacional, desde que han quedado resguardados tanto la previa tipificación legal de la conducta a sancionar –en este caso, "insider trading"–, como la determinación de la sanción, que se encuentra específicamente establecida en el artículo 10 de la Ley Nº 17.811 que prescribe que las personas físicas y jurídicas que no cumplan las disposiciones de esa Ley y las reglamentarias, sin perjuicio de las acciones civiles o penales pertinentes, son pasibles de sanción de multa (inc. b), entre otras que allí se indican, con lo que no resulta susceptible de generar ningún cuestionamiento con sustento constitucional.

Entonces, cabe señalar que la CNV tiene competencia para aplicar las sanciones previstas en el artículo 10 de la Ley Nº 17.811 ante infracciones detectadas a sus resoluciones generales, reglamentarias de la Ley Nº 17.811 -y de la Ley Nº 23.697-. En ese mismo marco, tampoco puede prosperar el agravio relativo a que mediante el dictado de la R.G. Nº 227 fueron creados tipos penales en blanco, ya que como mencioné, las normas en estudio no participan del carácter penal que se les pretende atribuir, y por otra parte, aún respecto a las leyes penales en blanco, V.E. tiene dicho que para la validez de normas de menor jerarquía se requiere que la política legislativa haya sido claramente establecida (Fallos 312:1920), lo que, según ya expuse, ocurre en el caso bajo examen.

Por último, y en cuanto fue materia de agravio por los sancionados, me permito agregar que las Resoluciones Nº 10.974 y 11.377 como actos administrativos, satisfacen acabadamente el requisito esencial cual es la causa y su exteriorización (motivación), por cuanto en sus Considerandos se señalaron los hechos o conductas de los sancionados que constituyen el objeto del sumario, y el fundamento jurídico con indicación de las fojas de las actuaciones correspondientes a las constancias probatorias. Fueron asimismo –según ya dije– dictadas en ejercicio de las



atribuciones legalmente otorgadas, con la finalidad de proteger el bien jurídico tutelado.

- XII -

Corresponde analizar por último, si el monto de la multa impuesta por la Resolución de la CNV resulta confiscatorio y la constitucionalidad del carácter devolutivo del recurso de apelación –conf. art. 14, Ley N° 17.811-. Al respecto, es oportuno recordar que el artículo 10 de la Ley N° 17.811 le reconoce a la CNV facultad sancionadora sobre las personas físicas y jurídicas que no cumplan con la ley y sus disposiciones reglamentarias, como una consecuencia natural del ejercicio de la función de fiscalización, y preveía -conf. mod. art. 154, Ley N° 24.241 y antes de la reforma introducida por el Dto. N° 677/01- un mínimo de \$1.000.- y un máximo de \$5.000.000.- para la sanción de multa, que podía a su vez elevarse hasta cinco veces el monto del beneficio obtenido o del perjuicio evitado como consecuencia del accionar ilícito, si fuera mayor. A su vez, el artículo 14 del mismo cuerpo legal - texto original- establecía el carácter devolutivo del recurso de apelación.

El Decreto N° 677/01 –art. 39- modificó el artículo 10 referido, y dispuso que la sanción de multa puede determinarse desde un mínimo de \$1.000.- a \$1.500.000.-, manteniendo la posibilidad de ser elevada hasta 5 veces el monto del beneficio obtenido o del perjuicio ocasionado. Por Resolución N° 11.377 la CNV aplicó –en cuanto aquí interesa- sanción de multa a A. Spaghi de \$800.000.-, P. Spaghi de \$100.000.-, G. Montagna de \$250.000.- y Prea de \$35.000.-.

Al respecto, V.E. ha dicho que las transgresiones a la Ley N° 17.811 y a las resoluciones generales dictadas por la CNV constituyen violaciones a normas de policía (v. Fallos 305:1125), y que la sanción pecuniaria aplicada por dicho organismo persigue -en casos como el aquí considerado- prevenir y restaurar la violación de la Ley de oferta pública de títulos valores y sus reglamentaciones, actividad indispensable para lograr un ordenado, eficaz y transparente desenvolvimiento del mercado bursátil; es más, las multas impuestas en ese marco -cabe ya aquí ir poniendo de resalto- no tienen carácter resarcitorio ni retributivo del posible daño causado, sino una finalidad disuasiva o preventiva (v. fojas 1762 vta.).



Considerando en primer lugar que los montos de las multas aplicadas no superaron en ninguno de los casos la sanción máxima legalmente prevista por el artículo 10 (mod. por Dto. N° 677/01), sino que representaron aproximadamente el 53% -A. Spaghi-, 7% -P. Spaghi-, 17% -Montagna- y 2% -Prea- de dicho valor de referencia; en segundo lugar que no fue demostrado por los sancionados –ni siquiera indicado- el perjuicio que su ejecución causaría en su patrimonio; en tercer lugar, que el acceso a la instancia judicial no fue supeditado al previo pago de la multa, que por otra parte no fue ejecutada por la CNV; en cuarto lugar, que la sanción fue impuesta por dicho organismo de contralor en ejercicio de su poder de policía, y por último, la trascendencia del bien jurídico tutelado, a mi entender no puede concluirse su carácter confiscatorio.

Adicionalmente, es preciso valorar que el beneficio obtenido por A. Spaghi fue de \$273.829 –beneficio mínimo reconocido por ella-, el correspondiente a Comoletti de Terrabusi –cuyo apoderado era Prea- fue de \$ 34.634 –por las compras y ventas calculadas separadamente-, y que, a todo evento, el perjuicio ocasionado a los accionistas –sólo por las operaciones de A. Spaghi- podría rondar los \$554.796 (s. cálculo estimatorio realizado por los sumariados, fs. 1066).

Teniendo en cuenta lo anterior, y que la sanción tiene por finalidad principal la disuasión, y que la conducta reprochada es potencialmente apta para afectar la confianza del público y la transparencia del mercado de capitales, en mi opinión, V.E. debe confirmar la sanción aplicada por el organismo de control.

Entonces, en mi parecer, corresponde desestimar el agravio sobre la inconstitucionalidad del efecto devolutivo del recurso previsto en el artículo 14 de la Ley N° 17.811, toda vez que en el nuevo marco legal –con la modificación introducida por el Dto. N° 677/01- aplicable en virtud del artículo 3 del Código Civil, el recurso incoado adquiere efecto suspensivo, por lo que los planteos a ese respecto carecen al momento del pronunciamiento de V.E. de interés actual.

- XIII -

Por lo expuesto, opino que V.E. debe declarar admisible el recurso extraordinario, revocar el pronunciamiento recurrido y confirmar la Resolución N° 11.377 dictada por la CNV.



Buenos Aires, 10 de Mayo de 2005

MARTA A. BEIRO DE GONÇALVEZ

---

**Fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación:**

Buenos Aires, 24 de abril de 2007.

Vistos los autos: "Comisión Nacional de Valores c/ Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. s/ transferencia paquete accionario a Nabisco".

Considerando:

Que esta Corte comparte los argumentos y conclusiones del dictamen de la señora Procuradora Fiscal subrogante, al cual se remite por razones de brevedad.

Por ello, de conformidad con el referido dictamen, se declara procedente el recurso extraordinario, se revoca la sentencia apelada y se confirma la Resolución 11.377 de la Comisión Nacional de Valores. Con costas (art. 68 del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación). Notifíquese y, oportunamente, devuélvase.

*RICARDO LUIS LORENZETTI - ELENA I. HIGHTON de NOLASCO - ENRIQUE SANTIAGO PETRACCHI - JUAN CARLOS MAQUEDA ♠*