

EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES: NECESIDAD DE COMPATIBILIZAR NORMAS

JUAN CARLOS VEIGA
MARÍA ALEJANDRA MOYANO

SÍNTESIS DE LA PROPUESTA

La emisión de O.N constituye en la actualidad, una real alternativa de financiamiento empresario y como tal la abordaremos, circunscribiéndonos al marco de la Ley de Sociedades Cooperativas (Nº 20337) y de la Ley de Obligaciones Negociables (Nº 23576), para analizar la colisión normativa que se produce con dos disposiciones de la Ley de Sociedades Comerciales (Nº 19550).

En efecto, nuestra propuesta focaliza dos aspectos:

1º- La situación que se plantea cuando la emisora de O.N. es una Entidad Cooperativa, cuya fiscalización interna está a cargo del órgano que prevé el art. 76 de la Ley 20337: "La fiscalización privada está a cargo de uno o más síndicos elegidos por la asamblea entre los asociados...", frente a la disposición del art. 299 inc.1 de la L.S., que exige la fiscalización estatal permanente para las sociedades que hagan oferta pública de sus títulos y que de conformidad al art. 284 de la misma ley, deben organizar una sindicatura colegiada en número impar.

Este requisito de organización de un órgano de fiscalización colegiado, es exigido por la Comisión Nacional de Valores que, en

virtud de lo prescripto por la Ley de O.N., es quien debe otorgar el conforme administrativo y tiene a su cargo la supervisión y el control de la emisión.

2º- El Registro Público de Comercio debe inscribir un programa de emisión de O. N., aunque el emisor (cooperativas) no figure inscripto en dicho Registro, a fin de dar cumplimiento a la exigencia del art. 10 de la Ley 23576.

EXPLICACIÓN PREVIA

Para efectuar un correcto análisis del tema que nos ocupa, primero explicaremos cuáles son los pasos a seguir en el procedimiento de emisión. Con ello procuramos una mejor comprensión de la cuestión, que será abordada luego, y que se ha planteado en oportunidad de exigir el B.C.R.A., la emisión de O.N. a los Bancos de plaza, a fin de medir el grado de confiabilidad del inversor financiero.

Nuestra intención no es adentrarnos en cuestiones teóricas, sino citar un caso real y a la luz de la normativa vigente, plantear su problemática y proponer las soluciones. En el caso, un Banco Cooperativo encara el procedimiento de emisión de títulos de deuda, previsto en la Ley 23576 a fin de dar cumplimiento a las directivas del B.C.R.A.

La emisión de O.N constituye una alternativa de financiamiento empresarial, reservada en un primer momento a las grandes empresas y luego, a partir de la Reglamentación de la Comisión Nacional de Valores vigente desde 1993, se hizo extensiva a las PyME.

La emisión de O.N exige seguir un procedimiento, cuyos pasos podemos así sintetizar:

- En primer término, la decisión asamblearia de los socios de la sociedad emisora, que autoriza el lanzamiento de un determinado programa de emisión de títulos de deuda.
- Luego se requiere un dictamen de la/s Calificadoras de Riesgo, a fin de determinar la factibilidad de la emisión en cuanto a la capacidad de repago de la emisora, dirigido a elaborar preliminarmente las condiciones de la emisión.
- El paso siguiente será el contacto con los inversores y con los agentes colocadores para verificar el interés en suscribir las O.N (o sea el grado de demanda en el mercado).
- Una vez que existe consenso entre la sociedad emisora y los agentes colocadores respecto de las condiciones de emisión (monto, plazo, amortizaciones, intereses, garantías, etc.) se prepara el prospecto que contendrá las condiciones de la colocación.
- Luego se solicita autorización a la Comisión Nacional de Valores y

al Banco Central, a efectos del ejercicio de la supervisión y control que le impone la Ley 23576.

- Autorizada la emisión, se celebran los contratos respectivos, se inscribe el programa de emisión en el Registro Público de Comercio previa publicación por un día, conforme lo dispone el art. 10 de la Ley de O.N. (N° 23576). En el caso de las Cooperativas, debe cursarse la comunicación respectiva al Organismo de contralor (Instituto Nacional de Acción Cooperativa y Mutual).

CONFLICTO DE NORMAS

Siguiendo el procedimiento mencionado, un Banco Cooperativo creó un Programa Global para la emisión de O.N. simples no convertibles en acciones, siendo objeto de tal emisión, la obtención de fondos para ser destinados al financiamiento de la línea de créditos personales, especialmente préstamos con garantía prendaria.

Los excedentes serían aplicados a reforzar el otorgamiento de préstamos a la cartera de asociados.

El **primer problema** surge cuando la Gerencia de Emisiones de la C.N.V. exige a la Entidad, a los efectos de autorizar la emisión, la constitución previa de una sindicatura de fiscalización similar, a la que establece el art. 284 de la Ley 19550 para las S.A. que realizan oferta pública de valores.

Tal exigencia fue fundada en el art. 299 de la mencionada ley, que prescribe que las S.A. que hagan oferta pública de sus acciones o debentures, quedan sometidas al régimen de fiscalización estatal permanente. Por ello, y conforme al citado 284, las S.A. deberán organizar una sindicatura colegiada en número impar.

No cabe duda que, el ámbito de aplicación de esta disposición, está limitado a las Sociedades Anónimas, por las siguientes razones:

- a) La norma está inserta en la sección correspondiente a las Sociedades Anónimas, no siendo aplicable a otras, y menos a entidades no comprendidas en la mencionada Ley (en el caso, a las Cooperativas).
- b) La Ley de O.N. (N° 23576) incluyó como sujetos activos para acceder a este tipo de empréstitos, a las sociedades por acciones, las cooperativas y asociaciones civiles (ver art.1). Sin embargo, ninguno de sus artículos exige en general, a las cooperativas y asociaciones interesadas, la constitución de una sindicatura colegiada o plural.
- c) El decreto 156/89, reglamentario de la ley de O.N., y la Regla-

mentación General de la C.N.V., N° 290/97, nada dicen al respecto; manteniendo la exigencia de la sindicatura plural únicamente para las S.A., mediante el armónico juego de los arts. 299 y 284 de la Ley de Sociedades Comerciales.

- d) Las Cooperativas, por Ley que las regula específicamente (N° 20337), deben constituir un órgano de fiscalización privada, siendo facultativo que sea unipersonal o colegiado. En este último caso, actuará como comisión fiscalizadora. El mencionado órgano, se complementa con una auditoría externa obligatoria con función de contralor (art. 81). Además, también el INACyM complementa esta fiscalización, ya que es el órgano de aplicación y contralor para esta clase de entidades; ejerce una fiscalización pública permanente, exclusiva y excluyente, con amplias facultades (arts. 99 y 100).
- e) Frente a las distintas exigencias que la Ley trae para las S.A. y para las Cooperativas, recordemos que, en las primeras, los directores pueden no ser accionistas y los síndicos deben ser profesionales (abogados o contadores). En las Cooperativas, los consejeros y el síndico deben ser asociados, no pueden ser terceros; y en el caso del síndico la ley no exige que sea profesional (art. 76).

No alcanza a comprenderse el sentido de exigir sindicatura colegiada a la Entidad Cooperativa, cuando ésta podría integrar la misma, con asociados que no tengan título de abogado o CPN. No resulta clara la ventaja técnica, que tendría la oferta pública en trámite, de contar con este cuerpo colegiado no profesional. Obviamente parece absurdo y carente de fundamentos, exigir a una cooperativa que contrate profesionales y los someta a la obligación de asociarse para integrar este organismo. Nos encontraríamos ante una deformación legal que afectaría gravemente la naturaleza de las cooperativas.

Por lo expuesto precedentemente, la propia naturaleza del tipo de integración de la sindicatura con asociados no profesionales (art. 76), agregada la exigida auditoría profesional (art. 81) y la permanente fiscalización pública por parte del INACyM, otorgan a la Cooperativa una peculiar naturaleza, que no se concilia con el sistema previsto por la Ley 19550 para las S.A.

- f) También es importante destacar que el Banco Central de la República Argentina no exige una sindicatura colegiada a los Bancos Cooperativos, lo cual también otorga un argumento categórico para desvincular, al mentado art. 299 y su concordante art. 284 de la Ley de Sociedades Comerciales, del régimen de los Bancos Cooperativos.

Una posición de inflexibilidad del Organismo de autorización y control de las O.N., obligaría al Banco emisor a encarar una reforma de Estatutos, de trámite complejo y dilatado en el tiempo en razón de la cantidad de asociados del mismo. Ante ello, parece razonable la propuesta de constituir una auditoría especial y específica para la emisión de O.N., que sea la encargada de fiscalizar el cumplimiento de todas las normas que rigen tal emisión para dar mayor garantía a los suscriptores.

El **segundo problema** se plantea cuando, al querer dar cumplimiento al art. 10 de la Ley 23576, se requiere la inscripción en el Registro Público de Comercio, solicitud que es denegada en razón de que el sujeto emisor no está inscripto en el Registro Público de Comercio de la jurisdicción.

Finalmente, en 2ª Instancia se aprueba la inscripción, acogiendo el argumento de constituir su objeto, un acto de comercio y la expresa dispositiva de la Ley 23576.

CONCLUSIÓN

- 1) Las Entidades Cooperativas que emitan Obligaciones Negociables, de conformidad a la expresa autorización prevista por el art. 1º de la Ley 23576, no deben ajustar su órgano de fiscalización a la exigencia que la Ley de Sociedades establece para las Sociedades Anónimas de su art. 299 inc.1º, ya que se trata de distintos sujetos, con características propias y cuerpo normativo especial para cada uno de ellos.
- 2) El Registro Público de Comercio debe inscribir los programas de emisión de O.N., aunque los agentes emisores sean Entidades Cooperativas y no estén inscriptas en el mismo.