La sociedad anónima cotizada como subtipo

María Celia Marsili

PROPUESTA

Es conveniente regular en la Ley de Sociedades Comerciales, como subtipo de la sociedad anónima, a las sociedades que hacen oferta pública de sus valores negociables. El criterio adoptado por la nueva ley 26.831 de Mercado de Capitales no supera satisfactoriamente las dificultades interpretativas resultantes del tratamiento superpuesto de ciertos institutos y otras situaciones, que hoy presenta nuestro ordenamiento.

Adoptar la metodología del subtipo favorecerá la calidad de nuestra legislación, al aplicar a las disposiciones, según su contenido, una metodología legislativa que tiene base en la ley matriz con la que armoniza, con refuerzo de la legitimidad del régimen.

~

I. Panorama del ordenamiento legal argentino de las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus valores negociables

En nuestro país la regulación de las sociedades anónimas con oferta pública está contemplada en un conjunto normativo que integran disposiciones de diversa categoría.

La ley 19.550 que contiene el régimen general de las sociedades comerciales y el particular de las sociedades anónimas, opera como marco normativo genérico, conteniendo algunas disposiciones referidas especialmente a las sociedades que cotizan. Hasta la sanción de la ley 26.831, se complementó con la ley 17.811 sobre Bolsas y Mercados de valores que contenía la regulación integral del mercado de capitales. Por ésta se creó

la Comisión Nacional de Valores, entidad autárquica, con jurisdicción en todo el país encargada de controlar el funcionamiento de las sociedades que hacen oferta pública. Por ley 22.169, se adjudicó a este organismo, además, el control de la disolución y liquidación de dichas sociedades.

La ley 17.811 recibió modificaciones estructurales por vías del Decreto Delegado 677 del 22 de mayo de 2001 sobre "Régimen de Transparencia de la oferta pública".

Recordemos que dicho Decreto fue dictado por el Poder Ejecutivo nacional por delegación facultada por la Ley de Emergencia Económica 25.414. En el Título II, con la denominación "Modificaciones a la ley 17.811 y normas modificatorias" introduce el capítulo VIII sobre "Régimen de las Emisoras" en el que incursiona en el tratamiento de los sujetos societarios e incluye modificaciones al régimen legal de las sociedades contenido en la ley 19.550.

Tales circunstancias fueron inmediatamente advertidas por la doctrina[1] que alertó sobre la posibilidad de que el Decreto 677/01 pudieran ser impugnado de inconstitucionalidad. Los argumentos que fundaron esta opinión se refirieron sustancialmente a que la ley delegante, invocada para el dictado del Decreto, vedaba la posibilidad de dictar normas derogatorias del Código de Comercio, al que se encuentra incorporada la Ley de Sociedades Comerciales en forma expresa y al que pertenece la ley 17.811 por su naturaleza, a pesar de no contar con cláusula expresa de incorporación al Código.

El Decreto también fue objeto de acciones judiciales tendientes a la declaración de su inconstitucionalidad[2]. Más allá de la opinión sobre este asunto, es de señalar que se reconoció al Decreto plena aplicabilidad.

En noviembre de 2012, se sanciona la ley 26.831 sobre mercado de capitales que regula la materia contenida en la ley 17.811 a la que deroga, al igual que al Decreto 677/01 y cuyas regulaciones sustituye.

---

[1] ANAYA, Jaime, "Los límites de la delegación legislativa. El caso del Decreto 677/01" en ED 195-775, COLAUTTI, Carlos E., "La delegación de facultades legislativas. Reflexiones con motivo de la ley 25.414 en LL 2001-D-1271.

[2] MALUMIAN, Nicolás y BARREDO, Federico A., en "Oferta Pública de Valores Negociables", Lexis Nexis, 2007, en págs. 203 y sig. realizan una interesante reseña de la jurisprudencia y aportan sus conclusiones al respecto.

En el régimen vigente pues, el conjunto normativo regulatorio de la sociedad anónima que está en la oferta pública está compuesto por las leyes 19.550, 22.169 y 26.831 y su Reglamentación por el Decreto 1023 del 29 de julio de 2013. Se integra, además, con las resoluciones que dicta la Comisión Nacional de Valores, en su carácter de organismo que ejerce el control nacional de estas sociedades.

II. El Decreto 677/01. Problemas que presentó

El estudio comparativo entre el Decreto 677/01 y la Ley de Sociedades Comerciales ilustra sobre su contradicción en materias trascendentes, sin perjuicio del valor de las soluciones del Decreto, que recogió en sus disposiciones la doctrina del "corporate governance" de aceptación generalizada en los países con mercado de capitales desarrollados.

Entre otras materias tratadas por ambos regímenes con soluciones diversas, encontramos: el control societario, reglas sobre valores escriturales, adquisición de las propias acciones, competencia de la asamblea ordinaria, deberes de los directores, contratación de los directores con la sociedad, remuneración del órgano de administración[3]. Las objeciones sobre la idoneidad de las normas del Decreto, atento su origen, obstaculizaban una interpretación en el sentido de que sus disposiciones pudieran desplazar las de la ley 19.550 respecto de las sociedades con oferta.

A pesar de su casi pacífica aplicación, este régimen, como puede advertirse, adoleció de cierta precariedad, susceptible de afectar su consistencia y, eventualmente, la seguridad jurídica.

Esta situación no era aconsejable en un mercado en que el escaso número de sociedades que hacen oferta pública es indicativo de la necesidad de crear estímulos para el desarrollo de las inversiones, entre los que se cuenta, proveer de un encuadre normativo que brinde las mayores seguridades a empresarios e inversores.

---

[3] Un desarrollo de esta cuestión puede consultarse en "Mercado de Capitales. Régimen de las Emisoras". Directora María Celia Marsili, Autores: ARAYA, M., FARHI, D., BACQUÉ, E., PELÁEZ, E., LUCARELLI MOFFO, R. y DALL ASTA, G., ed. Rubinzal-Culzoni, 2003, pág. 37 y siguientes.

III. La ley 26.831 sobre mercado de capitales

La ley 26.831 sobre mercado de capitales, sancionada el 29 de noviembre de 2012, sin entrar a la valoración de las soluciones que adopta, configura un avance significativo respecto del régimen anterior instrumentado por el Decreto 677/01 porque reviste el carácter de ley de la Nación sancionada mediante el procedimiento establecido por la Constitución Nacional. Ello, sin perjuicio de que ciertas disposiciones de la nombrada ley puedan ser objetadas por violar el texto constitucional.

Consecuentemente, puede interpretarse que las disposiciones de la ley 26.381 que modifican a las de la ley 19.550, desplazan la aplicación de esta última.

Sin embargo, la particular metodología normativa adoptada por la ley, la convierte en un instrumento que puede ofrecer dificultades para la interpretación y aplicación, al no presentar una nítida caracterización de la sociedad cotizada con la autonomía que las particularidades del sujeto exige.

Centrando nuestras observaciones en el sujeto, podemos señalar algunos de los problemas que presenta la regulación.

Desde la óptica de la técnica legislativa se advierte, en un aspecto general, que las disposiciones sobre las emisoras están insertas en una regulación prioritariamente orientada a la regulación del mercado de capitales.

Las disposiciones vinculadas con las sociedades lucen en el título II, sujetos, capítulo III Emisoras. En éste se acude una vez más (ya lo había hecho el Decreto 677/01), en punto a la naturaleza y aplicación de la ley 26.831, al concepto de complementariedad que, para algunos de los sujetos regulados, en el caso las sociedades con oferta, habilitaría la aplicación de las normas de la ley, con desplazamiento de las de la 19.550 para los supuestos específicos que regula.

En dicho capítulo III se incluyen en referencia a las sociedades: normas contables, disposiciones relativas al órgano de administración, aumentos de capital, opciones, adquisición de acciones propias, accionariado obrero, asambleas, contratos con partes relacionadas, remuneración, actuación y responsabilidades de los directores y comisión fiscalizadora.

En el título III de Oferta Pública, los capítulos II, III y IV contemplan distintos supuestos: la oferta pública de adquisición, el régimen de participaciones residuales y el retiro de la oferta pública, materias todas ellas que tienen íntima vinculación con el régimen societario. En cuanto al capítulo V sobre Régimen de Transparencia, en la sección III se regula a los auditores externos y en la sección IV al Comité de Auditoría, temas éstos dos últimos inexplicablemente separados del régimen de las emisoras al que pertenecen y está regulado en el título I.

Estos saltos y desniveles metodológicos que empujan a interpretaciones controvertidas también lucían en el Decreto 677/01 y es lamentable que no se hayan superado en oportunidad de la sanción de la ley 26.831. Lo mismo ha ocurrido con la posibilidad de armonizar los institutos del *corporate governance* con las modalidades de la legislación y la práctica local.

También se observa en la ley 26.831 la ausencia de normas transitorias que permita una razonable adaptación a la nueva situación, así como pautas razonables para la entrada en vigencia, cuya orfandad exigió el dictado de la Resolución 615/13 de la CNV y su prórroga dispuesta por Resolución General 621/13.

IV. La sociedad anónima que hace oferta pública de sus valores negociables como subtipo de la sociedad anónima. Ventajas. El caso de España

Para superar las dificultades señaladas se propone caracterizar a la sociedad anónima con oferta como subtipo.

A tal fin se propone agrupar las disposiciones sobre las sociedades que hacen oferta pública de sus valores negociables en una división metodológica de la Ley de Sociedades Comerciales, a ubicarse como sección VI, a continuación de la sección V sobre sociedades anónimas. Tal metodología importará el tratamiento de las sociedades con oferta como subtipo. Ello, en razón de que las normas de la nueva sección no se contemplarán todos los aspectos regulatorios, sino sólo los específicos diferenciados, manteniéndose los comunes en la esfera de aplicación de la ley 19.550, de sus disposiciones generales y de las correspondientes a las sociedad anónima, en cuanto no fueren modificados.

Con esta propuesta se tiende a otorgar a la regulación sobre estas sociedades la jerarquía normativa que corresponde a las normas relativas a

los sujetos, que encontrarán su encuadre metodológico en el estatuto que corresponde a ellas y con igual tratamiento. Se presentan varias ventajas: clarificación de las normas aplicables por su agrupamiento en una sección específica y certeza sobre su valor normativo, con apoyo en la naturaleza propiamente legislativa de las normas introducidas, superándose así dudas y contradicciones.

Lo apuntado no significa dejar de lado totalmente las disposiciones referidas a la regulación del régimen de transparencia, ahora contenidas en la ley 26.831, que puede tratarse por separado, sin afectación del régimen del sujeto sociedad anónima.

El caso de España

La Propuesta de la Comisión General de Codificación para el nuevo Código Mercantil de España presentada el 20 de junio de 2013, recientemente divulgada, ha adoptado el criterio expuesto respecto a las que denomina "sociedades cotizadas", que sugiere caracterizar en una categoría que aún excede el subtipo[4].

Esta posición encuentra antecedente en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades (que abordó un ordenamiento autónomo de las disposiciones para las sociedades cotizadas) y en la Propuesta de Código de 2002. Se expresa en la Exposición de Motivos del Proyecto que consideramos que se trata de "consolidar definitivamente su anclaje en el Derecho de Sociedades, al menos en todo lo relacionado con su dimensión societaria. Resalta la razonabilidad de la inserción del régimen del sujeto cotizante en la legislación societaria, lo que no obsta a que "aspectos relevantes de su actividad o del tráfico de los valores que emite, o de la relación que establece con los inversores acampen en otros dominios jurídicos, sea en el Código de Comercio, en la legislación del mercado de valores, de la inversión colectiva o de otras leyes sectoriales.

[4] Así parece resultar de lo que expresa la Exposición de Motivos 10) Sociedades cotizadas. III-90 "la sociedad cotizada ha adquirido un nivel creciente de identidad propia, hasta el punto de que actualmente resultaría discutible seguir considerándola como un subtipo, o una simple variante de la sociedad anónima". Propuesta de la Comisión para el nuevo Código Mercantil de España en wwwmjusticia.gob.es/cs/Satellity.es.

V. La regulación como subtipo en el Anteproyecto de la Cámara de Sociedades Anónimas para las sociedades que ofrecen sus valores negociables en el mercado de capitales de 2010

En nuestro medio y, como modelo de la regulación que se propone, contamos con el Anteproyecto[5], que regula en forma autónoma a la sociedad que hace oferta pública de sus valores negociables en el mercado de capitales, integrándola a la vigente LSC como sección VI del capítulo II.

En palabras de la Exposición de Motivos que acompañó al Anteproyecto: "Ello implica que la normativa proyectada sólo atiende a los aspectos específicos de dicho subtipo, aplicándose, en cuanto no hubiere sido modificado, tanto la parte general de la LSC como la normativa común a las sociedades anónimas". Agrega que: "No se afecta lo normado para las sociedades contempladas en el artículo 299, con excepción de la sociedad anónima autorizada a ofrecer públicamente sus valores negociables".

Se procuró otorgar la mayor articulación de las disposiciones del anteproyecto a la legislación matricial y, a la vez, evitar ciertas formulaciones del "*corporate governance*" que apartaban a la sociedad de su concepción genérica, adoptándose un tratamiento respetuoso de los criterios acuñados por la ley 19.550 para lograr un resultado consistente.

Este criterio se aplicó a las divisiones internas de la nueva sección VI propuesta, en que los temas objeto de regulación se han agrupado siguiendo, en lo posible, la terminología y método de la LSC en la regulación de la sociedad anónima.

Con este enfoque las normas se han agrupado en las siguientes divisiones: 1. De las normas aplicables, 2. Del capital, 3. De los valores negociables, 4. Del régimen de oferta pública de adquisición. 5. De la asamblea, 6. De la administración, 7. De la fiscalización privada y de la auditoría externa, 8. De los contratos con partes relacionadas, 9. De las normas contables y 10. De los Tribunales arbitrales.

También se fija en la nueva sección, según el caso, el alcance de las facultades del organismo de control, esto es de la CNV. De tal modo se

[5] El Anteproyecto, en cuya Comisión redactora intervino la autora, está publicado en la página web de la Cámara de Sociedades Anónimas http://camaradesociedades.com/archivos/Anteproyecto%ley%20Sociedades%20Comerciales.pdf.

operará una validación de la actuación de ésta que operará en refuerzo de la legitimidad de su actuación.

Corresponde, también, tener presente que, en la regulación del subtipo, se han incorporado soluciones propuestas por la CNV en Resoluciones Generales que, si bien como tales importan cierto desborde de las facultades reglamentarias, por lo valioso de su contenido, merecen alcanzar estado legislativo, en orden también a vigorizar su aplicación.

VI. Conclusión

Es conveniente regular en la Ley de Sociedades Comerciales, como subtipo de la sociedad anónima, a las sociedades que hacen oferta pública de sus valores negociables.

El camino propuesto, avalado por la doctrina y por proyectos legislativos extranjeros y de nuestro país no ha sido adoptado por la reciente ley 26.831, perdiéndose así la oportunidad de contar con un régimen específico integrado a la normativa marco. La adopción de la postura sostenida superará las dificultades interpretativas resultantes del tratamiento superpuesto de ciertos institutos y otras situaciones conflictivas. También favorecerá la calidad de nuestra legislación, al recobrarse una metodología legislativa que tiene base en la ley matriz y armoniza con ella y, en cuyo marco se insertarán, con el diseño adecuado, las facultades del organismo de control, reforzando así la legitimidad de su actuación.