

*Comisión IV.*

## EL CONTROL DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS QUE RECURREN AL AHORRO PÚBLICO

*Informe y propuesta de recomendación*

BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES.

### *I. Introducción.*

Al participar en el Primer Congreso de Derecho Societario, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha considerado que puede resultar de interés un informe acerca de los lineamientos generales del control a que están sometidas las sociedades anónimas que recurren al ahorro público, por ser uno de los temas que conciernen más directamente a su actividad específica.

El trabajo consta de siete capítulos. En ellos se mencionan las formas del control público tradicional; luego, la especialización del control relacionado con la oferta pública de títulos-valores, destacando la actividad de la "Securities and Exchange Commission" y de la Bolsa de Nueva York, del "Board of Trade" y de la Bolsa de Londres, así como la generalización de tal tipo de control. Se hace referencia, seguidamente, a la experiencia en nuestro país, que comprende la ex Comisión de Valores del Banco Central, los lineamientos de la ley 17.811 y la actividad de control llevada a cabo por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Se da cuenta también acerca de la tarea de información al público que ella efectúa. Se analizan, asimismo, las dificultades originadas por la diversidad de controles y las iniciativas al respecto asumidas por la Bolsa. Finalmente, se enumeran ciertas conclusiones y se propone que el Congreso formule una recomendación tendiente a poner en práctica una política de simplificación y coordinación del control de las sociedades que recurren al ahorro público.

## II. *El control público tradicional.*

El control público de las sociedades anónimas es un aspecto inherente a ellas, si bien ha sido ejercitado con distintas modalidades, con diversa intensidad, con el correr del tiempo.

Un primer aspecto está referido a la existencia de las sociedades, esto es, a la constitución y al funcionamiento. Se suelen distinguir tres etapas en la evolución de tal modalidad del control (de concesión u *"octroi"*, de autorización y normativa), aunque esta clasificación —como cualquier otra— tiene un mero valor expositivo, sistemático, pues en la realidad no resulta posible hallar hoy sistemas puros, sino que en una perspectiva histórica se puede observar más bien una línea de concepciones predominantes.

Es innegable que el interés de los Estados se manifestaba ya en los orígenes mismos de la sociedad anónima, en las compañías coloniales creadas a partir del siglo xvii. Tales compañías tenían —como es sabido— fines de penetración comercial y de expansión territorial. Cada compañía contaba con un régimen propio establecido en la carta del soberano, que definía sus derechos, sus obligaciones, sus privilegios. En virtud del *"octroi"*, el Estado manifestaba, y defendía el propio interés en la existencia y en la actividad de las compañías. Tal interés se expresaba no tanto en la concesión de la capacidad de derecho —la personalidad jurídica— sino en el otorgamiento y en la disciplina de la capacidad de actuar. Naturalmente, del *"octroi"* dependía la personalidad jurídica de las compañías, lo cual ha inducido, a veces, a considerar dicho sistema simplemente como una forma de reconocimiento de la capacidad de derecho, pero en primer término era indudablemente una manera de control, un modo de manifestar el interés público.

En el siglo xix, paralelamente a la expansión industrial en diversos países y a la consolidación del sistema capitalista, la ideología subyacente en la sociedad anónima evoluciona hacia formas más liberales. El sistema de constitución mediante carta u *"octroi"* es reemplazado por el de autorización estatal, existiendo ya una disciplina general para las anónimas. Comienza la gran difusión de estas sociedades, que son empleadas en todo tipo de empresas, aun medianas y pequeñas, y no ya solamente en los grandes proyectos, como había ocurrido con las compañías coloniales de los siglos xvii y xviii. Se manifiesta la tendencia a la "privatización" de la sociedad anónima y se pasa al denominado sistema normativo. El Estado de Nueva York lo introduce en la ley de *"incorporations"*, de

1811. Luego se extiende a otros países. Así, en Inglaterra, en 1844, la "Joint Stock Companies Act" admite, en cierto modo, el mismo sistema al crear el "Registrar of Companies", ante el cual las sociedades debían inscribir sus estatutos y modificaciones, para obtener la personalidad jurídica. También la ley francesa de 1867 se orienta al sistema normativo. De igual modo, en Italia, no obstante haber rechazado los redactores del Código de Comercio de 1865 dicho sistema, por considerar que las condiciones no estaban aún dadas en ese país, se afirma la idea de innovar ejercitando el control en una perspectiva diversa de aquella que se había dado en la época mercantilista. Las concepciones liberales terminaron imponiéndose en el Código de 1882.

En el sistema normativo la personalidad jurídica es atribuida en virtud del cumplimiento de determinados requisitos legales objetivamente definidos, que pueden ser naturalmente más o menos comprensivos. Desde luego, la registración del estatuto es un elemento del sistema normativo, es el elemento final y decisivo en la manifestación del interés estatal. Sin embargo, aunque el máximo grado de control constitutivo se ha dado históricamente en la época de concesión u "octroi", aún hoy en los sistemas normativos se dan notas remanentes de anteriores etapas. Así, por ejemplo, una combinación de sistema normativo y de autorización se manifiesta en la disciplina de constitución y funcionamiento de sociedades dedicadas a determinadas empresas, tales como en los ramos de la banca y el seguro.

Interesa, pues, más que nada, tratar de mostrar una línea o tendencia evolutiva principal en la manifestación del control estatal.

Las ideas liberales emergieron triunfantes en el siglo pasado con el denominado sistema normativo en el control formal de constitución de las sociedades anónimas. Paralelamente con la idea de "privatización" se configuraron, como contrapartida, los sistemas de fiscalización interna en el interés de los socios.

El control estatal adquiere, luego, una dimensión distinta con motivo de la generalización de la oferta pública de títulos-valores, fenómeno que conduce a una creciente especialización en virtud de la compleja problemática que implica.

También es compleja y requiere una alta especialización la actividad de control ejercida en razón del objeto de ciertas sociedades, particularmente en el ámbito financiero y de seguros, pues no se trata de una mera fiscalización formal, sino que tiene impli-

cancias directas en la política monetaria, crediticia y económica en general.

### III. *La especialización del control relacionado con la oferta pública de títulos-valores.*

La oferta pública de títulos-valores y la consiguiente necesidad de un control especial sobre las sociedades anónimas que la realizan, no es un fenómeno nuevo, si bien en nuestros días ha adquirido aspectos peculiares. Las grandes compañías coloniales nacieron, precisamente, con la recaudación de capitales de muchos ahorristas, y presentándose ya entonces diversas cuestiones similares a las que actualmente se manifiestan en las modernas sociedades anónimas por tal motivo.

Lo que ha ocurrido es que paralelamente con el crecimiento y la expansión industrial de los Estados modernos, las sociedades anónimas comenzaron a recurrir cada vez más al ahorro público.

El fenómeno no ha sido contemporáneo en los diversos países, sino que, antes o después, se ha manifestado correlativamente con ciertas etapas del crecimiento económico. De tal modo, el control estatal sobre las sociedades que recurren al ahorro público ha venido ampliándose y perfeccionándose paulatinamente, si bien de modo más acentuado en las décadas recientes.

Este proceso ha sido correlativo de otro fenómeno social-económico típico: la separación entre poder y propiedad en las grandes empresas. Un número cada vez mayor de pequeños y muy dispersos ahorristas participan en el capital de las sociedades anónimas sin tomar injerencia en la gestión de los negocios sociales, si bien mantienen interés en la marcha de éstos con vistas a la rentabilidad de sus inversiones.

Quizá este fenómeno tampoco sea demasiado nuevo, aunque en nuestros días se lo percibe y comprende más claramente. De cualquier modo, su generalización concita el interés público y motiva un control en una perspectiva diversa de la que antes se había ejercido.

Como más significativas, cabe destacar sendas modalidades típicas que se han manifestado en Inglaterra y en los Estados Unidos. Especialmente en este último país, la "Securities and Exchange Commission" ha ejercido desde su creación, en 1934, una gran influencia y ha marcado claramente una línea evolutiva en todos los sistemas de control de las sociedades que recurren al ahorro público.

Se advierte, desde entonces, una verdadera especialización en tal tipo de control y una difusión cada vez mayor del tipo de organismo descentralizado que lo lleva a cabo.

Tanto en los Estados Unidos como en Inglaterra (e igualmente en nuestro país) el control es ejercido por un organismo estatal, pero también en una importante medida por las bolsas, que son entidades privadas.

a) *La SEC y la Bolsa de Nueva York.*

En los Estados Unidos, ya desde principios de este siglo, varios Estados comenzaron a dictar leyes para prevenir maniobras fraudulentas de los promotores de sociedades y de los intermediarios en la negociación de títulos-valores. Una de las primeras fue la dictada por el Estado de Kansas, en 1911, a la que siguieron varias, muy similares, en los años siguientes. Todas estas leyes, corrientemente citadas hoy como las "*blue sky laws*" (leyes del cielo azul), tenían por finalidad, cuando aún no existía una legislación federal, procurar veracidad y seriedad en las informaciones y propaganda en el público.

Fue durante la administración Roosevelt cuando se dictó, en 1933, la legislación federal hoy vigente con algunas modificaciones, creándose al año siguiente la "Securities and Exchange Commission" (SEC), encargada de su aplicación. El propósito inmediato fue corregir las deficiencias en el tráfico de títulos-valores que se habían puesto de manifiesto, crudamente, luego del crac de 1929.

La SEC es una agencia gubernamental, cuya gestión es totalmente independiente de la administración general. Responde directamente ante el Congreso, al que informa anualmente acerca de sus actividades.

Tiene amplias facultades para vigilar la adecuada aplicación de las leyes federales sobre el tráfico de valores y para dictar todas las disposiciones reglamentarias que le permitan cumplir eficazmente su función. Puede decirse que, en general, la SEC interviene de una manera cuasi permanente en la vida de las sociedades anónimas que recurren al ahorro público. Sus normas forman hoy un complejo y extenso cuerpo reglamentario.

Para la negociación pública de títulos-valores en las bolsas o fuera de ellas (*over-the-counter market*) se requiere la previa conformidad de la SEC. Las sociedades deben presentarle una documentación minuciosa sobre diversas materias y quedan obligadas

a informar acerca de todo cambio que se opere en el futuro. La SEC puede publicar toda información que haya recibido y considere de interés público. Tiene amplias facultades de investigación y puede recurrir en su auxilio a la intervención de los tribunales federales. Su poder de investigación es tan amplio como enérgico. Puede averiguar si alguna persona ha trasgredido o se dispone a trasgredir una disposición legal o reglamentaria; puede solicitar declaración bajo juramento a toda persona, y exigir la exhibición de libros, papeles y documentos cuando lo juzgue necesario para el esclarecimiento de los hechos investigados.

Pero si es importante la labor desarrollada por la SEC —de la cual se ha dicho que ha salvado al capitalismo americano de los abusos que amenazaban destruirlo—, no es menor la influencia ejercida por las bolsas y, en particular, por la Bolsa de Nueva York.

Ya desde mediados del siglo pasado, dicha Bolsa se preocupó en obtener información financiera de las compañías que cotizaban en ella. Asimismo, desde principios del presente, exige la distribución de estados contables a los accionistas como una de las condiciones para cotizar. Esta tendencia a exigir una cada vez más amplia información al público se acentuó durante la depresión que siguió al crac de 1929. Así, la certificación de los estados contables por auditores públicos, la publicación de resultados trimestrales y la remisión de balances a los accionistas eran ya requisitos pedidos por la Bolsa antes de la creación de la SEC.

Actualmente, las exigencias para cotizar en la Bolsa de Nueva York son inclusive más rigurosas, en ciertas materias, que las fijadas de manera general en las leyes federales y en las normas de la SEC.

La Bolsa tiene un convenio tipo, extenso y minucioso, que las sociedades deben suscribir para ser autorizadas a cotizar. Sin embargo, este régimen es aplicado con flexibilidad, adaptándolo a los casos particulares mientras no se altere su contenido esencial. Al mismo tiempo, las sociedades quedan obligadas a suministrar toda información que razonablemente les pueda requerir la Bolsa.

La propia Bolsa prefiere definir su política en una fórmula general, diciendo que la sociedad que solicita cotización debe ser una empresa en marcha o sucesora de una empresa en marcha y debe tener activos importantes y una probada capacidad para obtener utilidades. Aunque el monto del activo y de las ganancias, así como el valor de mercado de los títulos más recientemente emitidos, son

elementos de juicio significativos, mayor importancia se atribuye a puntos tales como el grado de interés nacional en la sociedad, tipo de mercado para sus productos, su relativa estabilidad y posición en la actividad que desarrolla y si está o no actuando en una industria en expansión con perspectivas de mantener su posición. Asimismo, las acciones deben tener una distribución lo suficientemente amplia como para ofrecer una razonable seguridad de que existirá un mercado adecuado.

La Bolsa se reserva siempre la más amplia facultad para admitir o denegar una solicitud de cotización. Por lo demás, ha fijado una serie de criterios para la permanencia en ella.

La autorización concedida puede ser suspendida o cancelada si la sociedad no mantiene un cierto volumen de operaciones o si incurre en incumplimiento de las cláusulas del convenio suscrito.

En nuestros días, la Bolsa de Nueva York mantiene un muy destacado lugar por la información que brinda a los inversores, dada la amplitud y rigurosidad de sus exigencias. En esta evolución secular, que ha acompañado a las etapas de crecimiento económico de los Estados Unidos, se ha transformado progresivamente en una "institución encargada de la defensa del interés público", que juega un importante rol en la protección de los ahorristas en colaboración con la SEC.

#### b) *El "Board of Trade" y la Bolsa de Londres.*

En Gran Bretaña, el "Board of Trade", creado en 1784 con funciones de carácter general relativas al comercio, ha pasado a ser un órgano con amplias facultades de control respecto de las sociedades anónimas, especialmente las que recurren al ahorro público. Sus funciones consisten hoy, principalmente, en asegurar el cumplimiento de las normas legales y en brindar protección a los accionistas, obligacionistas y, en general, acreedores de la sociedad, contra posibles abusos de los administradores y grupos dominantes.

La ley de sociedades de 1908 autorizaba ya al "Board of Trade" a efectuar inspecciones en las sociedades a solicitud de los accionistas. La ley de 1948, siguiendo en este aspecto las recomendaciones de la Comisión Cohen, amplió esa facultad estableciendo que las investigaciones realizadas pudieran fundar eventualmente una acción civil o penal. En la práctica se presentaban, no obstante, ciertos inconvenientes, ya que el "Board" no podía llevar a cabo investigaciones sin designar previamente inspectores, y este solo hecho podía tor-

nar la medida inoperante o ser causa de graves perjuicios para las sociedades. De ahí que no se ejercitaba tal poder sino en casos de una muy fuerte presunción de irregularidades.

La Comisión Jenkins recomendó que se ampliases y perfeccionasen los poderes asignados al "Board of Trade", y fue así como la ley de 1967 le asignó, siguiendo tales recomendaciones, la facultad de requerir la exhibición directa de libros y documentos de las sociedades, sin necesidad de designar previamente inspectores, manteniendo igualmente su poder de investigación y la consiguiente legitimación para actuar en justicia.

Las investigaciones pueden ser ordenadas a solicitud de un grupo de accionistas cuyo número no sea menor de 200 o, en su defecto, que representen el 10 % del capital de la sociedad, y que fundamenten razonablemente el pedido. También pueden ser decretadas de oficio cuando las circunstancias permitan sospechar un manejo fraudulento de los negocios sociales, así como fraude, malversación o deshonestidad de los directores ante los accionistas, o también cuando el "Board" considere que éstos no disponen de toda la información que sería necesaria para valorar la conducción de los negocios sociales.

La exhibición de libros y papeles puede ser requerida a las sociedades como también a los bancos, auditores y cualquier otra persona relacionada con ellas. El "Board" puede solicitarles declaración y requerir en caso de renuencia la citación por los tribunales.

El resultado de las investigaciones puede ser dado a publicidad cuando el "Board" lo juzgue necesario en defensa del interés público. En los hechos, su política sigue siendo muy prudente, no obstante los amplios poderes que le han sido asignados en las sucesivas reformas de la disciplina societaria, evitando difundir innecesariamente datos reservados.

Cada vez más, este organismo adquiere una especialización similar a la de la SEC norteamericana, que es el modelo seguido en las últimas décadas por todos los países que establecen o amplían el control de las sociedades que recurren al ahorro público.

Es de hacer notar, igualmente, que las atribuciones del "Board of Trade" son ejercidas en un contexto social-económico en el cual diversos factores concurren a una suerte de "autorregulación", que complementa la disciplina legal y que, en ciertos aspectos, se anticipa a la evolución de ésta, como ocurre con las normas de la Bolsa de Londres y de otros organismos que elaboran reglas específicas



para actividades tales como las fusiones, ofertas públicas de compra (*take over bids*) y otras formas de adquisición del control en las sociedades.

Una importante función cumple en Gran Bretaña la Bolsa de Londres. Es una entidad privada, con amplias atribuciones en todo lo relativo a la cotización de títulos-valores, totalmente independiente del gobierno, aunque mantiene estrechas relaciones con el Tesoro, con el Banco de Inglaterra y con el "Board of Trade".

Salvo las disposiciones de la ley de 1958, que reglamentan ciertos aspectos de la intermediación en el tráfico de valores, todo lo relativo al funcionamiento del mercado está contenido en el Reglamento de la Bolsa. La cotización de valores privados es autorizada o denegada por ésta, sin injerencia del gobierno.

Las sociedades que solicitan autorización para cotizar deben cumplir exigencias minuciosas que abarcan una amplia serie de materias y que en cada caso pueden ser aumentadas o disminuidas. Además de toda la documentación relativa a la constitución y funcionamiento de las sociedades, la Bolsa exige generalmente todos los documentos justificativos de la situación financiera de aquéllas acompañados con un informe contable. Las sociedades deben, en fin, obligarse a satisfacer todo pedido de informes que la Bolsa pueda solicitarles y, especialmente, a facilitar toda la información útil sobre la marcha de los negocios sociales.

La función de control e información que lleva a cabo la Bolsa de Londres se basa indudablemente en una experiencia madurada en el tiempo. Ella ha sido ciertamente promotora de la actual legislación societaria británica en varios aspectos, sin mengua del importante trabajo de las comisiones designadas en cada caso por el "Board of Trade".

No obstante que la legislación vigente prevé mecanismos que se consideran aptos para la protección del interés público, la Bolsa exige en ciertos casos mayores requisitos. Así, por ejemplo, en materia de publicidad de balances, derechos de opción, publicación de datos y cifras ilustrativas de la evolución económico-financiera de la empresa, como igualmente diversas cláusulas que deben contener los estatutos de las sociedades.

### c) *Generalización del control especializado.*

Se ha dicho ya que el sistema adoptado por la legislación norteamericana de 1933/34 para la reglamentación y control de la ofer-

ta pública de títulos-valores se ha extendido como modelo a otros países.

En 1935 fue creada en Bélgica la "Commission Bancaire", la cual, como su nombre lo indica, estuvo inicialmente relacionada con la reestructuración del sistema bancario, pero que fue concebida como un organismo independiente del poder político y destinada a controlar toda operación de oferta pública de títulos-valores. En 1946, se creó la Comisión Nacional de Valores en Méjico. En 1967, la "Commission d'Opérations de Bourses" en Francia, que asumió amplias funciones para el control de la negociación de títulos-valores y la publicidad que la ley de sociedades dictada un año antes exige a las sociedades anónimas. En 1968 se creó la Comisión Nacional de Valores en la Argentina. En 1970, una similar en el Perú. En 1974, también en Italia, en el contexto de una reforma al Código Civil. A fines de 1976, una Comisión de Valores Mobiliarios ha sido igualmente creada en el Brasil.

La enumeración precedente no pretende ser exhaustiva. Se mencionan como ejemplos varios de los casos más destacados. Todos los organismos creados siguen como modelo en mayor o menor medida según las circunstancias propias de cada país, a la SEC norteamericana.

#### IV. *El control de la oferta pública en nuestro país.*

Por la escuela normativa del Código de Comercio en ciertos aspectos y por su expresa remisión en otros, la oferta pública de títulos-valores estuvo inicialmente en nuestro país librada a las reglamentaciones de las bolsas de comercio.

##### *a) La Comisión de Valores del Banco Central.*

Hacia fines de la década del treinta se creó en el ámbito del Banco Central la Comisión de Valores, como órgano asesor, sin facultades decisorias, que en principio tuvo como función primordial evitar la saturación de la plaza accionaria y propender a una mayor estabilidad del mercado financiero.

En 1946, el decreto 15.353 introdujo importantes modificaciones en el sistema entonces vigente. La Comisión de Valores del Banco Central pasó a ser la encargada del control de la oferta pública, con jurisdicción sobre las bolsas y mercados de valores y sobre las sociedades anónimas que la realizaren. Las bolsas perdieron, pues,

su competencia para autorizar, suspender y cancelar la cotización, todo lo cual pasó a depender de la Comisión de Valores.

Dicha Comisión, si bien estaba integrada por representantes de las entidades financieras oficiales y privadas, así como de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, seguía siendo una dependencia del Banco Central. No siempre contaba con el previo análisis y ponderación de antecedentes que los casos exigían, pues estaba alejada de la realidad del tráfico bursátil. Sin duda, conspiraba en contra de un desempeño más eficiente el hecho de ser honoraria, por lo cual sus miembros debían dedicar la mayor parte de su tiempo a otras actividades. Pese a la honestidad y cuidado puesto en el cumplimiento de sus funciones, carecían indudablemente de la especialización requerida en materia tan compleja.

No eran pocas las dificultades que por tal causa debía enfrentar el representante de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, quien recibía de ésta informes exhaustivos respecto de cada solicitud, pero lamentablemente sus opiniones lograban escasa adhesión. Bastará recordar, como ejemplo, que en un período de treinta meses, en una particular coyuntura del mercado accionario (julio 1960-diciembre 1962), de 42 casos en los cuales el representante de la Bolsa pidió el rechazo de la solicitud o la postergación de la autorización para cotizar, la Comisión de Valores sólo atendió sus razones en una oportunidad. Cinco años más tarde, de esas 41 sociedades que habían sido autorizadas a cotizar, con la expresa oposición de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 29 ya no cotizaban: 10 por haber caído en quiebra; 10 por negarse a cumplir las reglamentaciones relativas a envío de estados contables y demás información destinada a los inversores, y 9 por retiro voluntario, en algunos casos bajo sospecha de haberlo hecho como medio de evitar el control a que estaban sometidas. Las que continuaban cotizando eran sociedades respecto de las cuales la Bolsa sólo había pedido que se postergara la autorización hasta tanto suministraran informaciones complementarias.

Tampoco el control sobre las sociedades ya autorizadas a cotizar era muy activo. Correspondía a la Comisión de Valores aplicar sanciones tales como la suspensión y la cancelación de la autorización para cotizar cuando las sociedades no se sujetaran a las reglamentaciones en vigor. Sin embargo, en sus últimos ocho años de existencia (1961 a 1968), la Comisión canceló la cotización por irregularidades y deficiencias técnico-contables a una sola sociedad, aun-

que por cierto tales irregularidades y deficiencias —contra lo que se podría suponer— eran numerosas.

Es cierto que con el tiempo la actividad de la Comisión de Valores del Banco Central llegó a conformar antecedentes normativos valiosos. Es de hacer notar, en tal sentido, que las “Normas” de la actual Comisión Nacional de Valores, tras ocho años de aplicación de la ley 17.811, siguen siendo todavía los textos elaborados por la ex Comisión del Banco Central, si bien con ciertas modificaciones. También toda la experiencia recogida desde aquella época fue tenida en cuenta al dictarse la disciplina hoy vigente.

La crítica formulada anteriormente apunta, pues, a las fallas estructurales del régimen del decreto 15.353/46, y a las consecuencias de la falta de especialización en quienes debían aplicarlo. Porque aun el mejor sistema normativo para la oferta pública resulta ineficaz si la autoridad de aplicación desconoce la realidad, los problemas y las verdaderas necesidades del medio en que debe ser aplicado.

*b) La ley 17.811 y la actividad de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.*

A mediados de 1968 fue sancionada la ley 17.811, actualmente vigente. Esta ley recogió —como se ha dicho— la experiencia acumulada en el ámbito bursátil durante muchos años, procurando delinear la competencia de las instituciones relacionadas con la oferta pública para dinamizar y sanear el mercado de capitales argentinos.

El órgano de control siguió siendo la Comisión de Valores, transformada ahora en un organismo autárquico con jurisdicción nacional, y a ella compete exclusivamente la autorización, suspensión y cancelación de la oferta pública.

Pero la ley estableció una clara distinción entre los conceptos de “oferta pública” como género y “cotización bursátil” como especie de dicha oferta. Todo lo concerniente a la cotización quedó nuevamente en manos de las bolsas de comercio, a las cuales se les asignaron importantes funciones, como son las de autorizar, suspender y cancelar la cotización de títulos-valores; establecer los requisitos a los cuales deben ajustarse las sociedades que cotizan; controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de aquéllas, y dictar normas para asegurar la veracidad de los balances y demás documentación destinada a los accionistas, como también el registro de las cotizaciones.

Para poder cumplir adecuadamente esas nuevas funciones, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires llevó a cabo cambios importantes en su organización administrativa interna, además de la adaptación de sus estatutos. Todo en un lapso sumamente breve.

La ley 17.811 fue sancionada a mediados de 1968 y entró en vigencia en enero de 1969, pero la Comisión Nacional de Valores comenzó a organizarse seis meses después, con la designación de su directorio, por lo cual antes era imposible hacer cambio alguno. A pesar de ello, ya en los últimos meses de 1969 la Bolsa inició una intensa actividad de control respecto de las sociedades cotizantes, en todo lo relacionado con las atribuciones que le habían sido delegadas. A mediados de 1970 ya había redactado su Reglamento de Cotización, cuerpo normativo indispensable para el cabal cumplimiento de su misión fundamental, que no es otra que la defensa de los legítimos intereses de los inversores y ahorristas en general. A partir de entonces, su tarea fue aún mayor.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires actuó prudentemente pero con decisión. En los primeros tres años de aplicación de la ley, canceló la autorización para cotizar a 40 sociedades, a todas ellas por incumplimiento de normas legales o reglamentarias. De esos 40 casos, 19 se debieron estrictamente a violaciones del Reglamento de Cotización de la Bolsa. Además, han sido frecuentes en todos estos años las suspensiones por incumplimiento de normas reglamentarias, como asimismo la cotización en "rueda reducida" (esto es, por separado) de las sociedades que incurren en mora en la remisión de estados contables y demás informaciones que la Bolsa exige.

La fiscalización que la Bolsa de Comercio lleva a cabo respecto de las sociedades autorizadas a cotizar, tiene como uno de sus fundamentos principales la norma del art. 30, inc. c, de la ley 17.811, que le impone el deber de "controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades cuyos títulos-valores se cotizan".

Esta atribución que tienen las bolsas debe ser ejercitada —naturalmente— en el ámbito de su actuación, es decir, con motivo de la autorización, denegación, suspensión, retiro o cancelación de la cotización de títulos-valores en sus recintos.

Desde este punto de vista, es indudable que las bolsas de comercio —instituciones privadas— son autoridades de control, ya que ejercen respecto de las sociedades inscritas un poder de policía delegado por el Estado.

La legitimidad de este poder de policía que les confiere la ley 17.811, ha sido reconocida en diversos casos por la Justicia Nacional en lo Comercial. Subsiste, asimismo, aun después de la sanción de la ley 19.550, pues el art. 304 de ésta declara expresamente que la fiscalización prevista en ella es sin perjuicio de la que establezcan leyes especiales.

Esta fiscalización está referida al ámbito bursátil, pero necesariamente la Bolsa debe considerar juntamente con los pedidos de cotización los actos societarios que los motivan, por la incidencia que tienen en el mercado de títulos-valores. Especialmente ello es así porque, conforme a la Ley de Sociedades vigente (art. 199), la oferta pública en violación de normas legales es nula. Y por lo mismo, advertido un vicio en un acto societario relacionado con dicha oferta, la Bolsa de Comercio no puede omitir la observación, so pena de incurrir en incumplimiento de los deberes impuestos por la ley 17.811. Además, la publicidad de un acto societario en los órganos informativos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires tiene siempre para los inversionistas y para el público en general una imagen de legalidad y corrección. Los casos en que la Bolsa observa actos societarios tienen, pues, como fundamento la necesidad de preservar el normal desenvolvimiento del mercado de títulos-valores.

#### V. *El control y la información.*

El control que lleva a cabo la Bolsa de Comercio de Buenos Aires respecto de las sociedades autorizadas a cotizar en su recinto se complementa con una amplia difusión de informaciones. Excedería el propósito de este trabajo analizar en detalle las disposiciones del Reglamento de Cotización relativas a la información que deben suministrar las sociedades. No obstante, dicho de un modo general, comprenden las informaciones que deben suministrar al solicitar por primera vez la cotización; documentación e informaciones que deben remitir con posterioridad, ya sea periódicamente (estados contables y aclaraciones complementarias), como cualquiera otra información relativa a hechos que puedan afectar positiva o negativamente la situación económico-financiera de la sociedad y, por lo tanto, el normal desenvolvimiento del mercado de sus títulos-valores. Informaciones adecuadas son obligatorias también en ocasión de cambio de objeto, de denominación social o de características de los títulos-valores en circulación, así como en caso de variación del capital, fusión, etc.

Toda esta información que presentan las sociedades es estudiada por las oficinas técnicas de la Bolsa y finalmente es dada a publicidad por diversos medios (prensa, radio, televisión). En primer lugar, en los diarios de la Bolsa.

Además, periódicamente, se publica un análisis global de las empresas con cotización autorizada, que permite conocer la estructura financiera de cada una de ellas, los resultados obtenidos, la posición con relación a las restantes de su sector de actividad y, asimismo, la posición de cada sector con respecto a la totalidad de las empresas autorizadas a cotizar.

#### VI. *Problemas del control diversificado.*

Son conocidos los problemas que en nuestro medio ocasiona a las sociedades anónimas, especialmente a las que recurren al ahorro público, la existencia de diferentes órganos de control. Tales problemas son de tres diversos órdenes:

a) demora en los trámites de aprobación de los actos societarios;

b) diversidad de contenido y forma de presentación de la documentación requerida;

c) posibilidad de criterios contrapuestos en la interpretación de normas legales y reglamentarias de aplicación común.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires tiene plena conciencia de tales dificultades y ha iniciado ya estudios tendientes a buscar soluciones en todo cuanto de ella dependa.

Con relación al primer aspecto, esto es, la dilación en los trámites, ya desde el año 1970 ha procurado darle solución. Por resolución 18/70, la presidencia de la Bolsa adoptó el temperamento de anticiparse a recibir las solicitudes de cotización por aumentos de capital aunque no cuenten con la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores para hacer oferta pública de la emisión, a fin de hacer los estudios previos. Ello tiende a conseguir que la solicitud de cotización pueda ser decidida inmediatamente después de que la Comisión Nacional de Valores se haya pronunciado sobre el pedido de autorización para ofrecimiento al público. A tal efecto, se remite una nota circular a cada sociedad, y en cada caso, recordándole el plazo de presentación de documentaciones ante la Comisión Nacional de Valores e invitándola a remitirlas simultáneamente a la Bolsa para aligerar el trámite. Si la sociedad no envía la documentación anticipada, inmediatamente de tomar conocimiento la

Bolsa de la aprobación de la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, se le remite a la sociedad una nota requiriéndole la pronta presentación de la documentación exigida por la Bolsa, que reglamentariamente debe hacerse dentro de los diez días subsiguientes a dicha aprobación.

Como resultado de esta política tendiente a asegurar una virtual autorización simultánea para la oferta pública y la cotización, se puede mencionar que en el período comprendido entre el 23/6/76 y el 21/6/77, la Bolsa consideró 288 solicitudes de cotización de acciones resultantes de aumentos de capital. De ese total, 146 casos fueron estudiados antes de tener autorización de la Comisión Nacional de Valores; 71 casos tenían solamente autorización condicional; 43 casos tenían acuerdo definitivo, pero las sociedades adeudaban documentación ante dicho organismo; y sólo en 28 casos las solicitudes de cotización fueron consideradas teniendo ya la previa autorización definitiva de la Comisión Nacional de Valores.

También la Bolsa de Comercio ha observado con atención el hecho de que el número de sociedades admitidas a cotizar manifiesta una tendencia decreciente. Con el propósito de encarar las medidas que puedan contribuir a que las sociedades anónimas recurran en mayor medida al ahorro público, y lograr así una mejor canalización de éste hacia la inversión productiva, la Bolsa realizó dos encuestas: una para detectar los inconvenientes que encuentran las sociedades autorizadas a cotizar en el cumplimiento de los requisitos exigidos por la Bolsa. Otra, encomendada a la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), para investigar los posibles motivos de las empresas líderes para no recurrir al ahorro público. Las respuestas suministradas a las encuestas abarcan diversos aspectos, todos los cuales están siendo estudiados por la Bolsa.

Con relación al control, que es el tema de este trabajo, en la primera encuesta (a la que respondieron 64 de 136 firmas consultadas), el 28 % de las sociedades consideraron necesario que la Inspección General de Personas Jurídicas, la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires unifiquen procedimientos y criterios para facilitar la gestión de las empresas.

En la segunda encuesta (que abarcó 230 empresas que no cotizan, de las que respondieron 100), la mayoría opinó que la inestabilidad económico-financiera, entre otras razones también de orden económico-financiero general, es un impedimento para recurrir al ahorro público. Interesa destacar, igualmente, que la mayor parte



de las empresas encuestadas manifestaron su aprobación a la reglamentación bursátil en vigor.

### VII. Conclusiones y recomendaciones.

En este trabajo se formulan diversas consideraciones respecto del control sobre las sociedades anónimas, ejercido en razón de la forma societaria adoptada y del ofrecimiento público de sus títulos-valores de manera general y, en particular, mediante la cotización en bolsa. Las conclusiones no se relacionan con otras manifestaciones del poder estatal que conciernen no a la forma jurídica adoptada por las empresas, sino a las actividades que ellas desarrollan, ya sea en ejercicio de un amplio poder de policía, como también en el contexto de una planificación económica general.

El interés público en la existencia y funcionamiento de las sociedades anónimas se ha manifestado de manera diversa, con distintas modalidades, hasta llegar al hoy denominado sistema normativo.

La generalización de la oferta pública de títulos-valores asignó una nueva perspectiva al control público de las sociedades anónimas. Al respecto, se advierte en el derecho comparado una tendencia, cada vez mayor, al establecimiento de un control especializado.

La experiencia en Inglaterra y en los Estados Unidos, dos de los países con mayor volumen en el tráfico de títulos-valores y cuyas bolsas están organizadas como entidades privadas, demuestra que éstas han asumido una función importante en el control de las sociedades y en la información al público, desempeñándola con eficiencia y ductilidad.

La experiencia argentina ha demostrado también la necesidad de un control especializado y se ha dado participación a las bolsas de comercio en todo lo relativo a la autorización, suspensión y cancelación de la cotización.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha llevado a cabo una tarea que se describe en este trabajo. Además, en virtud de convenios con las demás bolsas del país, las reglamentaciones aplicadas en Buenos Aires son prácticamente las mismas que se deben cumplir para cotizar en cualquiera de ellas, por lo cual, en los hechos, el control de cotización está unificado.

Es deseable una simplificación y coordinación del control de las sociedades que recurren al ahorro público. Si bien las sociedades cerradas parecen considerar más bien otros factores que la reglamentación a que estarían sometidas, para evaluar la conveniencia

de recurrir o no a la oferta pública, juzgan también importante un mejoramiento de la disciplina de control.

La experiencia recogida en nuestro país hace aconsejable mantener la especialización del control en materia de cotización.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires propone que el Primer Congreso de Derecho Societario formule la siguiente

#### *Recomendación*

Que las entidades de control de las sociedades que recurren al ahorro público inicien una política de simplificación y coordinación, basada en los siguientes puntos:

a) unificación de plazos y forma de presentación de las informaciones que las sociedades anónimas deben remitirles, respetando el diverso grado de exigencias que se requieran en los distintos ámbitos del control;

b) intercambio permanente de ideas y análisis de problemas comunes;

c) unificación de criterios de interpretación de las normas legales y reglamentarias de aplicación común por los distintos organismos;

d) determinación de las respectivas competencias, en las áreas en que existe cierta superposición, estableciendo al mismo tiempo un mecanismo ágil de consulta y, dado el caso, de reconsideración de actos fiscalizados.