

LA SOCIEDAD ANÓNIMA QUE HACE OFERTA PÚBLICA DE SUS VALORES NEGOCIABLES COMO SUBTIPO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

POR MARIA CELIA MARSILI¹

Sumario

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. La adopción de dicha postura superará las dificultades interpretativas resultantes del tratamiento superpuesto de ciertos institutos y situaciones, que hoy presenta nuestro ordenamiento. Asimismo, favorecerá la calidad de nuestra legislación, al atribuir a las disposiciones, según su contenido, la jerarquía normativa que les corresponde y se recobrará una metodología legislativa que tiene base y armonía con la ley matriz. También permitirá el diseño adecuado de las facultades del organismo de control, reforzando así la legitimidad de su actuación.

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 N° 19.550 que contiene el régimen general de las sociedades comerciales y el particular de las sociedades anónimas, opera como marco normativo genérico, conteniendo

¹ camaradesociedades@camaradesociedades.com

algunas disposiciones referidas especialmente a las sociedades que cotizan. Se complementa con la Ley N° 17.811 sobre Bolsas y Mercados de valores que contiene la regulación integral del mercado de capitales y crea la Comisión Nacional de Valores, entidad autárquica, con jurisdicción en todo el país encargada de controlar el funcionamiento de las sociedades que hacen oferta, su disolución y liquidación, funciones estas últimas adjudicadas por la Ley N° 22.169.

La Ley N° 17.811 recibió en 2001 modificaciones estructurales por vías del Decreto Delegado 677 del 22 de mayo de 2001 sobre "Régimen de Transparencia de la oferta pública". Este conjunto se integra, además, con las resoluciones que dicta la Comisión de Valores, en su carácter de organismo que ejerce el control nacional de las sociedades.

Atento la índole de las cuestiones que plantea la presente ponencia fuerza es referirse brevemente a la génesis del Decreto 677/01 modificadorio de la Ley 17.811. Dicho Decreto fue dictado por el Poder Ejecutivo nacional por delegación facultada por la Ley de Emergencia Económica 25.414. Sus disposiciones se agrupan en Títulos, el I contempla la normativa sobre Transparencia, en tanto en el Título II, con la denominación "Modificaciones a la Ley 17.811 y normas modificatorias" introduce el Capítulo VIII sobre "Régimen de las entidades 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 19.550.²

Tal circunstancia fue inmediatamente advertida por la doctrina³ que alertó sobre la posibilidad de que estas normas del Decreto 677/01 pudieran ser impugnadas 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

² Una recopilación de las contradicciones entre ambos regímenes puede consultarse en "Mercado de Capitales. Régimen de las emisoras", p. 37 y siguientes autores: María Celia Marsili (Directora), Miguel Araya, Diana Farhi de Montalbán, Eduardo Bacque, Enrique A. Peláez, Ricardo Lucarelli, Gabriela Dal Asta, Santa Fe, Rubinzal Culzoni, 2003.

³ Anaya, Jaime. "Los límites de la delegación legislativa. El caso del Decreto 677/01" en *El Derecho* 195-775, Colautti, Carlos E. "La delegación de facultades legislativas. Reflexiones con motivo de la Ley 25.414" en *La Ley* 2001 D 1271.

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, mas cabe puntualizar que alguno de dichos pronunciamientos es de primera instancia y quedó firme y otros no han recogido el óbice constitucional planteado.⁴ Más allá de la opinión sobre este asunto (que se trata por su vinculación con la propuesta pero que no configura el objeto de la ponencia) y de las eventuales alternativas a que, en su interpretación, puede quedar sujeto, en el actual estado de cosas se reconoce al Decreto plena aplicabilidad.

II. Problemas que presenta al tratamiento actual

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 ha recogido en sus disposiciones la doctrina del “*corporate governance*” de aceptación generalizada en los países con mercado de capitales desarrollados.

Así, 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.

También se cuestiona la delegación de facultades del Decreto en la Comisión Nacional de Valores, que puede eventualmente conducir a la relativización de la autoridad de sus decisiones instrumentadas en las Resoluciones generales y particulares.

De lo anotado resulta que el régimen de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones en la Argentina adolece de cierta precariedad, que afecta su consistencia y la seguridad y que ha de ser corregida ya que dicha afectación puede obstaculizar el crecimiento de nuestro mercado de capitales y debilitar el impulso de las empresas para ingresar a la cotización.

⁴ Malumian, Nicolás y Barredo, Federico A. *Oferta Pública de Valores Negociables*, Lexis Nexis, 2007, en p. 203 y siguientes realizan una interesante reseña de la jurisprudencia y aportan sus conclusiones al respecto.

El escaso número de sociedades que hacen oferta pública es indicativo de la necesidad de crear estímulos para el desarrollo de las inversiones y entre ellos se cuenta proveer de un encuadre normativo que brinde las mayores seguridades a empresarios e inversores.

III. La sociedad anónima que hace oferta pública de sus valores negociables como subtipo de la sociedad anónima. Ventajas. Propuesta

Para superar las dificultades señaladas 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 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 las dudas y contradicciones que las modificaciones introducidas por el Decreto 677/01 pueden ocasionar.

Lo apuntado no significa dejar de lado totalmente las disposiciones del Decreto 677/01. En el planteo propuesto se mantiene regulado por el Decreto el régimen de transparencia, ya que algunas de sus disposiciones, a nuestro juicio, no afectan leyes incluidas en la veda de la Ley delegante 24.441.

En cuanto a las materias incluidas en el Capítulo VIII de la Ley 17.811 (según Decreto 677/01) sobre Régimen de las Entidades Emisoras, nuestra recomendación apunta a tomar en cuenta las soluciones valiosas que contiene el Decreto como

fuente inspiradora de las normas a integrarse en la caracterización del subtipo y en su funcionamiento.

La propuesta de la Comisión designada por la Cámara de Sociedades Anónimas para proyectar normas para las sociedades que ofrecen sus valores negociables en el mercado de capitales se adopta los criterios reseñados precedentemente.

También se propone que la nueva Sección sobre sociedades con oferta pública especifique, según el caso, el alcance de las facultades del organismo de control, esto es de la Comisión Nacional de Valores. De tal modo se operará una validación de éstas que operará en refuerzo de la legitimidad de su actuación. Es también del caso tener presente, a los fines de su inclusión en la regulación del subtipo, soluciones propuestas por la Comisión Nacional de Valores en Resoluciones Generales que importan cierto desborde de las facultades reglamentarias, pero que, por lo valioso de su contenido, merecen alcanzar estado legislativo, en orden también a vigorizar su aplicación.

IV. 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. La adopción de dicha postura superará las dificultades interpretativas resultantes del tratamiento superpuesto de ciertos institutos y situaciones, que hoy presenta nuestro ordenamiento. Asimismo, favorecerá la calidad de nuestra legislación, al atribuir a las disposiciones, según su contenido, la jerarquía normativa que les corresponde y se recobrará una metodología legislativa que tiene base y armonía con la ley matriz. También permitirá el diseño adecuado de las facultades del organismo de control, reforzando así la legitimidad de su actuación.