

REGULACIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA EN EL MARCO DE LA OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES Y OTROS VALORES NEGOCIABLES EN ARGENTINA

María Amelia Buchacra Tanarro

SUMARIO

El trabajo que se presenta se motivó en la inquietud que generaba la sanción del Decreto 677/2001 sobre “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública” que tomó lugar el 22 de mayo de 2001 y que tuvo como finalidad, desde su concepción una ambiciosa regulación de aquellas sociedades que hicieran oferta pública de sus acciones dentro de la República Argentina.

Se busca delimitar de manera práctica los aspectos más relevantes del Régimen de las Emisoras y también los no tan maleables principios del Gobierno Corporativo que ha buscado incorporar el antedicho Decreto.

Este trabajo se referirá a la sociedad anónima que cotiza sus valores en el mercado de capitales y al sometimiento a estrictos deberes de información y transparencia informativa.



Cuestiones generales sobre mercados de capitales

Existen múltiples clasificaciones de mercados financieros, y dentro de esos tipos encontramos a los *mercados de capitales*.

En los mercados de capitales se negocian los comúnmente llamados “*valores negociables*”; los mismos son valores representativos de capital o también podrían ser representativos de deuda que se emiten en serie,

ostentan iguales características y que son colocados para ser colocados a través de la Oferta Pública y ofertados a inversores grupos empresarios de manera *general*, es decir, no siendo ofertados en forma personalizada.

Cabe subrayar que para que dichos valores sólo podrán ser negociados si en las bolsas o mercados en que hubieren sido colocados, previamente aprobaron la cotización de los mismos en su ámbito por medio de agentes autorizados.

Es dable destacar que los mismos se subclasifican en mercados de *renta fija o variable* y mercados *primarios o secundarios*.

Los primeros tienen en cuenta el riesgo asumido por el inversor con respecto a la rentabilidad del capital. Así es que en los mercados de renta fija, se negocian activos financieros que dan derecho a percibir un interés predeterminado, que se suele calcular en función de un porcentaje sobre el nominal; éstos pueden ser deuda pública, pagarés, bonos privados, etc. Se caracterizan porque al vencimiento devuelven el principal o valor nominal más un monto más que se asimila a un interés.

Los mercados de renta variable en cambio, se intercambian activos con un nivel de riesgo superior ya que la rentabilidad a largo plazo que obtendrá el agente que invierte es mayor que la que se obtiene en el mercado de renta fija, por el mayor riesgo al que se expone, en razón de que desconoce la renta que generarán (los cuáles incluso podrían ser negativos), pues éstos dependen de diversos factores tales como el despeño de una empresa, el comportamiento del mercado, la evolución de la economía, etc.

Como explique anteriormente, en los mercados de capitales se negocian los valores negociables y derivados; algunos de ellos son las *acciones*, que son representativas de capital en las empresas y sus beneficios se obtienen por medio de los dividendos. Otro de los valores son los títulos de deuda privada que son emitidos bajo el régimen de *Obligaciones Negociables* y que consisten en bonos corporativos que se emiten en serie y a largo plazo. El órgano de control de este tipo de emisiones es la Comisión Nacional de Valores (CNV), comprometiéndose por lo general sus emisores a la devolución del capital más intereses, a través de pagos parciales, periódicos y además si cuentan con oferta pública gozarán además de beneficios impositivos. Los títulos públicos son representativos de deuda pública tanto nacional, provincial como municipal; se caracterizan por su

considerada liquidez y gozan de oferta pública en virtud de que su emisor es una persona de derecho público y que para tal beneficio no requieren de autorización previa de la CNV.

La CNV es el órgano de contralor estatal de los mercados de capitales y tiene competencia en todo el ámbito de la jurisdicción argentina. Fue creada en 1968 por medio de la ley 17.811. Sus principales funciones son autorizar la oferta pública de los valores negociables, asesorar al PEN en lo relativo al otorgamiento de autorizaciones para el funcionamiento de nuevos mercados de valores y bolsas. Otra de sus atribuciones es la de llevar el registro de agentes inscriptos en los mercados de valores del país, fiscalizar la observancia de las normas legales, estatutarias y reglamentarias.

Régimen legal de las sociedades que hacen oferta pública

La regulación de las sociedades anónimas que hacen oferta pública en nuestro país se encuentra plasmada a través de un conglomerado normativo que está integrado por disposiciones de diversa jerarquía legislativa.

La ley 19.550 contenedora del régimen general de las sociedades comerciales y específicamente el régimen de las sociedades anónimas, se desempeña como marco normativo general, conteniendo algunas disposiciones referidas particularmente a las sociedades que cotizan. La misma se integra con la ley 17.811 de Bolsas y Mercados de Valores que regula íntegramente el mercado de capitales y además crea la Comisión Nacional de Valores, entidad autárquica a la que se le encomienda el contralor del funcionamiento de las sociedades que hacen oferta, su disolución y liquidación. Estas últimas funciones han sido otorgadas por la ley 22.169.

En 2001 la ley 17.811 fue modificada en su estructura por el Decreto Delegado 677 del 22 de mayo de 2001 sobre “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública”, el cual fuere dictado por el Poder Ejecutivo Nacional por delegación accedida por vías de la Ley de Emergencia Económica 25.414.

Esta masa normativa se integra conjuntamente con las resoluciones que dicta la CNV, en su perfil de organismo que profesa el control nacional sobre las sociedades.

El decreto que motivare la modificación de la 17.811, ha sido señalado por la doctrina, de inconstitucional, en función de que la ley delegante

(ley 25.414), invocada para el dictado del mismo, prohibía la posibilidad de dictar normas derogatorias del Código de Comercio, al que se encuentra incorporada la LSC 19.550 y al que pertenece la 17.811 de Bolsas y Mercados de Valores, por su esencia netamente comercial, a pesar de no contar con cláusula expresa de incorporación al Código, como si la tiene la LSC.

Transparencia y prácticas del buen gobierno corporativo

Las reformas incorporadas a través del Decreto 677/01 pretendieron dar fuerza legal y mejorar las reglas de transparencia, aunque muchas de ellas ya existían en resoluciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores (pero que no tenían rango de ley), que regían en el mercado de la oferta pública.

El art. 5 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (RTOP) vislumbra el régimen de información ocasional de “información relevante” que obliga a todos los participantes del mercado revelar dicha información, artículo que *a posteriori* es desarrollado en la normativa de la Comisión. Asimismo, la norma determina que el órgano de administración, conjuntamente con el órgano de fiscalización de las entidades emisoras, deberá designar a una persona para desenvolverse como “*Responsable de Relaciones con el Mercado*”, quien será el encargado de efectuar la comunicación y divulgación de las informaciones relevantes. Esta figura se asimila en otros mercados a aquel que actúa en carácter de *vocero oficial* de la emisora frente a los inversores profesionales. Las disposiciones de la CNV proveen un listado meramente enunciativo de situaciones que encuadran como generadoras del deber de informar hechos relevantes, por lo que se sobreentiende que ese listado no constituye un *numerus clausus* de las circunstancias que dan lugar al deber de informar.

Existen diversos hechos que podrían afectar la transparencia y la colocación de los valores negociables, si bien la normativa permite a los emisores solicitar la confidencialidad de la información relevante cuando la misma pudiese devenir en una afectación al interés social, lo que constituiría el primer límite al deber informativo.

La finalidad de estas normas es perfeccionar y optimizar la transparencia en el marco de la oferta pública. Como consecuencia de ello es que se imponen deberes a los distintos protagonistas en el escenario de la oferta pública.

Sin embargo, el decreto en estudio proscribe ciertas prácticas que podrían considerarse contrarias al principio de transparencia, como por ejemplo el *insider trading* o fraude de mercado. El art. 7 del RTOP establece el deber de guardar reserva respecto de toda información que no haya sido divulgada públicamente y que, por su significancia sea capaz de afectar la colocación de valores negociables, y de abstenerse de negociar sobre la base de dicha información hasta que la misma tenga carácter público. Si se violare la prohibición establecida en este artículo, la diferencia de precio positiva que se hubiere obtenido y que provinere de compra y venta, o viceversa, en el plazo de 6 meses respecto de cualquier valor negociable del emisor al que el infractor se hallare vinculado, corresponde a ese emisor, quién tendrá acción para recuperarlo, sin perjuicio de las sanciones que le correspondieren al infractor. Si el emisor omitiera incoar la acción pertinente o no lo hiciera dentro de los 60 días de ser intimado a ello, o no la impulsara diligentemente después de la intimación, dichos actos podrán ser realizados por cualquier accionista. La acción de recu- pero prescribirá pasados 3 años contados desde el momento en el que fue efectuada la operación, y podrá acumularse a la acción de responsabilidad que contiene el art. 276 de la LSC (si los infractores fueran los directores de la sociedad), sin que resulte necesario para ello la previa resolución de la asamblea.

Conclusión

El régimen que regula las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones y otros valores negociables en la Argentina; adolece de cierta labilidad, que afecta su consistencia y la seguridad y que debe ser corregida en orden que dicha afectación puede entorpecer el crecimiento y desarrollo de nuestro mercado de capitales y debilitar el impulso de las empresas para vivificar las ganas de ingresar a la cotización.

El exiguo número de sociedades que realizan 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.

Para superar las dificultades indicadas se propone agrupar las disposiciones sobre las sociedades que hacen oferta pública de sus valores negociables en una segmentación metodológica de la Ley de Sociedades Comerciales, importando el tratamiento de las sociedades con oferta

como subtipo a ubicarse en la Sección VI a continuación de la Sección V sobre sociedades anónimas. La nueva Sección no contemplarán todos los aspectos regulatorios, sino sólo aquellos que sean específicos y diferenciados, manteniéndose los comunes en el ámbito de la aplicación de la ley 19.550, de sus normas generales y de las correspondientes a las sociedades anónimas, en cuanto no fueren modificados.

Bibliografía

MARSILI, María Celia, *Mercado de Capitales Régimen de las Emisoras*, 1° edición, Rubinzal-Culzoni Editores, 2003.

MUÑOZ, Narciso, *Desarrollo del Mercado de Capitales. Un imperativo de la economía*; 1° edición, Fondo Editorial Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2006.

PIAGGI, Ana, *Tratado de la Empresa*, tomo I, 1° edición, Abeledo Perrot, 2009.

PIAGGI, Ana, *Tratado de la Empresa*, tomo II, 1° edición, Abeledo Perrot, 2010.

ROITMAN, Horacio, AGUIRRE, Hugo, CHIAVASSA, Eduardo, *Manual de Sociedades Comerciales*, 1° edición, La Ley, 2010.

SALVOCHEA, Ramiro; SANDOVAL MOLINA, Carlos; CAPUTO, Leandro; ESPER, Mariano; GAGLIARDO, Mariano; ALICIARDI, María Belén; BORETTO, Mauricio; DE LAS MORENAS, Gabriel Alejandro; DI NATALE, Javier Humberto; FARRÉ CALVO, Verónica P.; GÓMEZ MAIORANO, Ángeles Mariana; SARTELLI, Silvina Laura; VIGLIANO, Pablo A.; VIÑAL, Ramiro Gonzalo, *Tendencias del Derecho Societario a nivel Internacional y Nacional*, 1° edición, Temas Grupo Editorial, 2009.

VII CONGRESO ARGENTINO DE DERECHO SOCIETARIO Y III CONGRESO IBEROAMERICANO DE DERECHO SOCIETARIO Y DE LA EMPRESA, *La Sociedad Comercial ante el tercer milenio*, tomo III, Lara Producciones Editoriales, 1998.