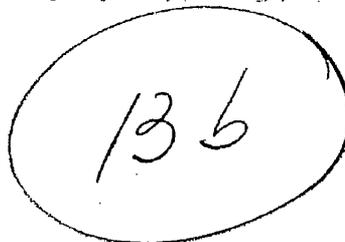
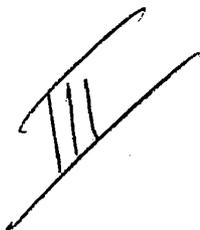


13 ✓
Mercado de Valores de La Plata S. A.



IV CONGRESO DE DERECHO SOCIETARIO

TEMA III: "Rol del Estado en Materia Societaria. En gestión y en control (Banco Central de la República Argentina, Bolsas y Mercados y Comisiones de Valores, Organismos Nacionales y Provinciales. Nominatividad accionaria. Empresas del Estado)"

PONENCIA: Autor: Héctor Oscar Méndez - Abogado - Asesor Letrado del Mercado de Valores de La Plata S.A.

SUMARIO:

- I - La importancia económico social de las Pequeñas y Medianas Empresas
- II - Los "Segundos Mercados". Principales antecedentes europeos
- III - Las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores en la financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas. Los Segundos Mercados y su adopción en el ámbito bursátil argentino
- IV - Antecedentes argentinos: Los remates de títulos valores privados emitidos por sociedades no autorizadas a hacer oferta pública

I - LA IMPORTANCIA ECONOMICO SOCIAL DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:

La significación de las pequeñas y medianas empresas (PYME) en el contexto económico mundial, es hoy una insorteable realidad que ha llevado a las más importantes Bolsas y Mercados de Valores a proponer la introducción de los llamados "Segundos Mercados", también llamados "mercados de alternativa" "paralelos" o "de aclimatación", como un instrumento adecuado y necesario para facilitar no sólo la negociación ágil y fluida de los títulos valores emitidos por dichas empresas (en general sus acciones, pero también sus bonos, deventures, obligaciones negociables, etc.) mediante una genuina fuente de financiamiento a través de la apertura de sus propios capitales, sino también para formar nuevos canales al ahorro público con finalidad productiva.

Si bien la tarea de pretender una definición concreta de las PYME es labor difícil y casi imposible, por cuanto su caracterización se encuentra íntimamente ligada a las particularidades de cada país, y aún de cada una de las economías o marcos regionales, pueden -no obstante- señalarse ciertos elementos distintivos, como podrían ser la modesta cantidad de trabajadores (menos de 50 para las pequeñas, y de allí hasta un máximo de 300 -o poco más- para las medianas); el generalizado destino local de sus capitales; la inexistencia de un poder de dominación en el mercado, con una mayor significación en el interno que en el externo; el carácter generalmente familiar de sus capitales y la escasa cantidad de accionistas; la concentración en determinados sectores de actividad y control personal por parte de los fundadores y directivos; marcado nivel de endeudamiento financiero proveniente en gran parte de créditos bancarios de elevado costo que constituyen su principal fuente de financiamiento, etc..

Se singularizan, además, por una mayor flexibilidad y facilidad para adaptarse al cambio, como así también por la elevada especialización en determinados sectores, actuando en muchos casos como proveedoras de las grandes empresas en piezas o partes determinadas, con alto nivel de eficiencia y tecnología. Revisten particular importancia en el área de los servicios tradicio-

Merced de Patentes de La Plata S. A.

Hoja 3

nales y no tradicionales, en especial en aquellos sectores donde se exige seguimiento y atención personalizada del cliente.

Estas empresas representan, dentro del espectro económico de los diversos países, una proporción significativamente superior a la que ocupan las grandes empresas que hacen oferta pública de sus títulos valores, mediante autorización oficial. En tal sentido, recientes encuestas han demostrado, por ejemplo, que en el ámbito de la Comunidad Económica Europea (CEE), su número supera al 70% del total de las empresas, porcentaje que incluso se eleva al 90% en los Estados Unidos de Norteamérica. En Japón, cuyo despegue económico en la segunda mitad de este siglo es uno de los fenómenos de mayor trascendencia, que suscita la atención de todos los estudiosos de la economía, representan el 99% de todos los establecimientos empresarios, y suministran aproximadamente el 81% de la fuerza de trabajo (Ferrari, Néstor D., "La experiencia Japonesa en medidas promocionales para la pequeña y mediana empresa", en Administración de Empresas, Bs.As., T.XV, No 170, pág. 82, año 1984; Idem, "La situación de las pequeñas y medianas empresas en la CEE", Ed. Universidad Católica de La Plata, año 1982, pág. 21). Precisamente, el éxito obtenido por las grandes empresas japonesas, de gran penetración mundial, se debe en gran parte a que, no obstante su envergadura, siguen manejándose y afianzando su crecimiento, utilizando reglas y métodos propios de las pequeñas y medianas empresas que resultan ser mucho más eficientes que los de las grandes y complejas empresas. En tal sentido, recientes estudios realizados en las compañías japonesas de mayor éxito, y su comparación con las norteamericanas, demostraron que ciertas características distintivas que cimientan ese éxito, obedecen a la operatoria propia de las pequeñas y medianas empresas, tales como la simplificación de estructuras, organizaciones gerenciales y personal, el control casi directo de los fundadores y directivos, la predisposición para la acción y el cambio, el acercamiento al cliente, la autonomía y el espíritu empresarial, la productividad por el personal, etc. ("In Search of Excellence" - "En busca de la Excelencia"- Peters-Waterman, Trad., Ed. Atlántida, 1982).

Nuestro país no ha permanecido alejado de las tendencias mundiales, y

la trascendencia de las PYME en el plano económico es considerable, no obstante resultar más volubles a los efectos de los bruscos cambios económicos, y prolongadas situaciones de crisis. En tal sentido, según datos provenientes del Censo Económico Nacional de 1974, y con relación a los establecimientos industriales, un 87% de los mismos ocupaban hasta 10 personas, un 11% de 10 a 50 personas, y un 1,7% de 51 a 100 personas, con lo cual se estima que las pequeñas y medianas empresas industriales (PYMI) representaban un 98% de todos los establecimientos industriales, con cantidad inferior a 100 empleados cada uno. Además, por entonces las PYMI absorbían el 44% del empleo, y el 33,4% del producto industrial (fuente: "La Nación", 15/XII/85, 3ra Sec., Pág. 1, "El auge de la pequeña y mediana industria - Ventaja de un sector dinámico").

La vigencia de las PYME, y la necesidad de su genuino financiamiento, se encuentra estrechamente ligado a la noción de capital de riesgo, como una modalidad financiera impuesta en el mundo de los países occidentales, para la apertura de los capitales propios, de una forma minoritaria y temporal, mediante la intervención de los "segundos mercados bursátiles".

Este concepto de capital de riesgo, si bien tampoco se encuentra expresamente contemplado en las legislaciones, ha adquirido, no obstante, marcado consenso como medio para un determinado tipo de inversión, caracterizada precisamente, por el alto grado de riesgo, con marcada rentabilidad a largo y mediano plazo -nunca corto-, sin perjuicio de las particularidades propias de cada medio.

Dajo ese prisma, la creación de los segundos mercados bursátiles, ha obedecido a la necesidad de formar instituciones nuevas, mediante las que se posibilitara la canalización del ahorro privado con finalidad productiva, hacia las sociedades de capital-riesgo, de regular envergadura, como las PYME. De tal forma se facilita la oferta de los títulos valores -o parte de ellos- de empresas pequeñas y medianas, pero no menos solventes, que, no obstante su regular envergadura, ofrezcan el atractivo de una buena inversión, sobre todo en el marco regional de sus principales actividades.

En tal sentido, el inversor aporta fondos propios mediante la intervención y asesoramiento de especialistas bursátiles, en una empresa con proyección de futuro, y esta empresa debe aportar de su parte, solvencia económica y una

Merceda de Catoras de La Plata S. A.

Hoja 5

buena conducción que permitan un potencial desarrollo. Las consecuencias de esta amalgama de factores, resultará la alta rentabilidad a largo plazo de los inversores (incluso superior a la de cualquier otra colocación), la generación de riqueza y fuentes de trabajo y exportaciones, con mejoramiento del producto bruto interno y de la balanza de pagos, y, en definitiva, de la situación económico-social.

Todo ello presupone, no obstante, la búsqueda de incentivos fiscales, que hagan atractiva la inversión en capital riesgo, de forma tal que el rol del Estado, ha de ser gravitante como factor de fomento, y no de obstrucción. En tal sentido, cabe recordar que en los Estados Unidos de Norteamérica, cuya rigidez fiscal no se discute, se produjeron notorias reducciones fiscales en las plusvalías a largo plazo, de un 49% a un 20% durante 1978, con la finalidad de provocar el impulso del capital de riesgo, meta que fue lograda con éxito, obteniéndose una curva marcadamente ascendente de los capitales de riesgo provenientes de pequeñas y medianas empresas.

101

II - LOS SEGUNDOS MERCADOS. PRINCIPALES ANTECEDENTES EUROPEOS

Por lo antes expuesto, numerosas e importantes Bolsas Mundiales, han lanzado a comienzos de la década del 80, mercados especiales estructurados sobre la base de reglas más simples, menos costosas, con reducción de recaudos formales y administrativos, posibilitando el ingreso de las PYME con sus capitales de riesgo a las esferas bursátiles. De tal forma, se da cabida a todas aquellas sociedades que, o bien han desistido de mantenerse en el régimen del mercado principal con cotización oficial en busca de reducción de estructuras burocráticas empresariales y costos, o intentan incorporarse al sistema con el propósito de obtener fondos que no impliquen su endeudamiento financiero, dejando de lado su estructura cerrada, sin necesidad de cumplimentar las exigencias del mercado principal.

En la actualidad, existen estos segundos mercados o mercados especiales en LONDRES, PARIS, LYON, BARCELONA, MILAN, COPENHAGUE, OSAKA, BRUSELAS, etc., mientras que hay estudios avanzados en la Bolsa de Madrid como así también en la Asociación de Bolsas Alemanas y en la Bolsa de Bélgica, para obtener su creación.

En general, la incorporación de las PYME a este sistema, se produce mediante una notoria reducción de los requisitos de admisión, como así también de las obligaciones posteriores y fiscalizaciones oficiales.

En tal sentido, en la Bolsa de Londres, el denominado "United Securities Market" (USM) - "Mercado de títulos no inscriptos"- ha comenzado a funcionar en 1980, en él las empresas que pretendan ingresar al sistema, deben suministrar al público un folleto explicativo, tanto para el ofrecimiento inicial como para los posteriores. Se exige que al menos un 25% del monto colocado debe ser canalizado a través de los "jobbers" (especialistas o agentes bursátiles), de forma de asegurar su canalización hacia el público, mientras que las demás operaciones realizadas por otras personas deben señalarse claramente.

Por todo ello, se ha estimado que los gastos de introducción, son inferiores en un 50% con relación a los del mercado general.

En lo que hace a la fiscalización, debido al alto costo que ello implica para las sociedades, no se establece la obligatoriedad de realizar auditorías

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 7

a las empresas cotizantes en el USM, no obstante lo cual, los agentes y aún los bancos comerciales, obligan a sus clientes a auditar sus contabilidades, de forma tal que el inversor deposita su confianza y sus ahorros, teniendo en cuenta la reputación y el prestigio profesional de los auditores informantes, y sobremanera, en el de los directores de las sociedades.

Se admite la colocación privada por intermedio de agentes de bolsa o bancos comerciales entre su clientela, hasta un límite determinado de libras, siendo obligatoria la colocación en oferta pública, cuando se supera ese límite.

Los USM han tenido gran recepción, en grado tal que hacia fines de 1983 habían ingresado cerca de doscientas sociedades, cinco de las cuales pasaron posteriormente a la cotización oficial.

La cotización de las acciones en el USM tiene determinados incentivos fiscales con relación a la cotización en el mercado oficial, mediante valuaciones diferenciales de los títulos a los efectos impositivos, como así también respecto al tratamiento de las ganancias provenientes de acciones de la misma sociedad, etc..

Por su parte, "Le second marché" (segundo mercado) de la Bolsa de PARIS (que también se desarrolló en las Bolsas de Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy y Nantes) que funciona desde 1983, también ha optado por reducir sensiblemente los recaudos exigidos a las sociedades para ingresar a la oferta pública de sus capitales, debido a la progresiva disminución que veña registrando la introducción de nuevos valores en este sistema.

En tal sentido, se ha optado por reducir el porcentaje que se debe ofrecer el público inversor de un 25%, para la cotización oficial y a un 10%, para las sociedades que ingresan a este segundo mercado. Además, también en este caso, mediante una simplificación y agilización de los trámites y procedimientos administrativos, se han reducido notoriamente los costos, conservándose sólo los procedimientos administrativos estrictamente necesarios para asegurar la información y seguridad del ahorrista. La reducción de costos, al igual que en los USM de Londres, oscila en un 50% con relación al mercado oficial.

Para asegurar la liquidez del mercado con relación a ese 10% ofrecido, se prevé un contrato de liquidez entre la sociedad, sus principales accionistas,

las instituciones financieras y un agente de bolsa. Las empresas cotizantes deben negociar sus títulos al menos una vez a la semana en el primer año. Para fines de 1983, ya una treintena de empresas habían ingresado a estos segundos mercados.

Asimismo, en MILAN, funciona a partir de 1978, el "Mercato Ristretto" (Mercado restringido), como segundo mercado, asimilable a los demás precedentes occidentales citados. Con este sistema, se pretendió provocar una verdadera "aclimatación" de las sociedades en el espectro bursátil y en la apertura de sus capitales, habiendo encontrado notorio eco en las entidades financieras.

La reducción de requisitos es también en este caso, pivote sustancial del sistema. En tal sentido, se exige para ingresar un patrimonio neto mínimo, haber obtenido utilidades en los dos últimos ejercicios, distribuir entre el público por lo menos el 20% del capital, publicación edictal de la petición de admisión, como así también de un folleto informativo de la situación de la empresa, y características de sus títulos. Las operaciones se realizan de contado y una vez a la semana. Al finalizar la sesión, los agentes comunican a la Comisión Nacional para las Sociedades y la Bolsa (CONSOB) las operaciones realizadas, quien se encarga de publicar los precios, cantidades negociadas y las posiciones semanales de oferta y demanda.

Finalizado el muestreo ejemplificativo, cabe señalar que el reciente "Segundo Mercado de BARCELONA", en funcionamiento a partir de 1982, pretendió canalizar la vocación bursátil de todas aquellas sociedades que se veían impedidas de hacerlo en razón del notorio incremento (a partir de 1981) de los requisitos de admisión para la apertura de sus capitales -en el mercado principal o general- con relación a capitales mínimos, beneficios mínimos y requisitos de difusión y negociación.

Este nuevo mercado fue ideado a partir del artículo 161 del Reglamento de las Bolsas de Comercio, que admite la organización de un mercado de "títulos no incluidos" en la misma Bolsa, en horario no bursátil, como así también del artículo 162, en cuanto permite que las aplicaciones sobre valores no admitidos se haga al precio que convengan comprador y vendedor.

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 9

Sin perjuicio de la reducción de los recaudos administrativos para el ingreso, se exigen otros de carácter financiero, que posibilitan seguir la marcha económica de las sociedades, e informar a los inversores, tales como un certificado de hallarse al día en el pago de dividendos, memorias y documentación contable de los últimos tres ejercicios, y un capital mínimo y máximo. Los aranceles son también, en este caso, un 50% inferiores con relación a los vigentes para el mercado oficial. Las sociedades deben cotizar como mínimo una vez por trimestre, y las sesiones se desarrollan una vez a la semana (fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores. Informe presentado en la Asamblea General de la F.I.V., Buenos Aires, 7 y 8 de octubre de 1985, sobre el tema "Organización y Funcionamiento de los Segundos Mercados", Rev. "La Bolsa", Bs.As., año VIII, No 396/397).

105

III - LAS BOLSAS DE COMERCIO Y MERCADOS DE VALORES EN LA FINANCIACION DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS. LOS SEGUNDOS MERCADOS Y SU ADOPCION EN EL AMBITO BURSATIL ARGENTINO

Como demuestra la experiencia europea, la necesidad de adaptar las estructuras para dar cabida a esa insorteable realidad que representan las PYME y habida cuenta de la general dificultad con que cuentan para llegar a modos razonables, económicos y genuinos de financiación de sus alcistas actividades, ha generado la necesidad de estudiar, analizar y poner en marcha estos "segundos mercados", adaptando las estructuras bursátiles, en un adecuado "aggiornamento" que permita su ampliación funcional, para abastecer las necesidades del servicio.

Todo ello, bajo un bifronte propósito: a) Facilitar el genuino financiamiento empresario de las PYME evitando su notorio endeudamiento proveniente -en su gran mayoría- de costosos préstamos bancarios. Encuestas realizadas en la Bolsa de Barcelona, han demostrado que las PYME se desenvuelven con una falta de equilibrio financiero, donde más del 85% proviene del crédito, del cual el 46,5% es de origen bancario, 30,8% de proveedores y 8,1% de préstamos personales de parientes y amigos (fuente: informe presentado por la Bolsa de Comercio de Barcelona en el Seminario de la F.I.B.V. sobre el Rol de las Bolsas de Valores en la Financiación de la Pequeña y Mediana Empresa precedentemente citado). Lo anterior se agrava sobremanera en países que, como el nuestro, se caracterizan por el altísimo costo del dinero. b) Fomentar y encauzar el ahorro productivo de los accionistas, en circuitos bursátiles cristalinos.

Por lo demás, como se viera anteriormente, resulta una constante mundial que las generales complejidades de orden administrativo-burocrático relacionadas con el ingreso al sistema de la autorización oficial para la oferta pública, como así también los diversos controles y fiscalizaciones que inciden notoriamente en las economías de las empresas, han provocado una paulatina disminución del número de las que hacen oferta pública de sus títulos. En

2 Mercado de Valores de La Plata S. - A.

Hoja 11

tal sentido, valga recordar a modo de ejemplo, que en la Bolsa de Madrid - que en el año 1978 daba cabida a 527 sociedades cotizantes, vio reducir este número a 345 en el año 1985 (fuente: Revista de la Bolsa de Madrid, número especial dedicado a los segundos mercados bursátiles, página 4, diciembre de 1985), en una tendencia compartida en otros mercados europeos. La destacada disminución de las sociedades cotizantes en nuestro país, hecho notorio y de público conocimiento, permite determinar que -sin perjuicio de las particularidades de nuestra inestable economía- el fenómeno también repercute en estas latitudes.

De tal forma, la experiencia vital muestra que la gran sociedad anónima cotizante va desapareciendo, o al menos reduciéndose cada vez más, mientras que parejamente, las pequeñas y medianas empresas (PYME) con notable vocación productiva y la necesidad de genuino financiamiento, ha generado en un esfuerzo de imaginación, la creación de estos mercados alternativos, como instrumentos adecuados para tales fines, y en especial, para dar cabida al ahorro con una verdadera finalidad productiva, priorizando la producción por sobre la especulación financiera.

Nuestro país no puede permanecer en el furgón de cola de esa corriente mundial y deben agotarse los esfuerzos, agudizando el ingenio y el estudio, para obtener a corto plazo la adopción de estos segundos mercados en las operatorias bursátiles, posibilitando la apertura de los capitales de riesgo a las PYME, sin entrar en el sistema vigente de autorización oficial para hacer oferta pública. Europa nos lleva en esto más de media década, estamos a tiempo de acoplarnos a esa empresa, cuyos éxitos no encuentran sombra en los eventuales riesgos a correr.

Reviste singular importancia señalar que esta nueva institución que, apoyada en las necesidades vitales golpea la puerta de las Bolsas, no significa que se prescindiera de la regularidad jurídica y contable de las empresas, ni de su debida y real información, y menos aún, de la seguridad de los inversores.

Es que la indiscutible alternativa de riesgo que significan estas empresas no permite que puedan quedar solamente libradas al conocimiento público de su situación económico financiera por medio de la publicidad de sus balances anuales, sino que ello presupondrá la procedencia de profundos informes y au-

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 12

ditorías profesionales (que para mayor seguridad deberán ser de tipo colegiado) de forma tal que aseguren gran fiabilidad en la información y realidad en la contabilidad empresarial. A fin de abarcar todas las situaciones posibles, tanto legales como contables, estos cuerpos deberán estar integrados por contadores y abogados.

Esta información adicional, debería ser dispuesta de acuerdo a los reglamentos particulares de las Bolsas que pongan en funcionamiento estos "segundos mercados" y bien podría quedar a cargo de profesionales habilitados, inscriptos en una lista especial, y designados según convenios que podrían realizarse entre las bolsas y las entidades colegiales locales. Los costos de estos servicios, deberían ser soportados por las mismas empresas, sobre la base de aranceles determinados y razonables. De tal forma, se asegura un adecuado seguimiento y conocimiento de la real situación de la sociedad, mediante un control externo descentralizado y no estatal.

A su turno, la exigencia de un capital de riesgo mínimo, efectivamente integrado por las empresas que pretendan acoplarse al régimen de los segundos mercados, debería tener una prudente envergadura que impida posibles aventuras empresariales. En tal sentido, podría determinarse un capital social efectivamente integrado, en monto igual o inferior al fijado por el Poder Ejecutivo Nacional para considerar como "controlada" en razón del monto de su capital, a una sociedad anónima (Art. 299, Inc. 2, de la Ley 19.550).

Por lo demás, la caracterización como sociedades "controladas" determinada no sólo por la magnitud de su capital, sino también por la apertura pública de parte de sus capitales (Art. 299, Inc. 1 y su doct. de la Ley 19.550), permitirá asegurar un control externo estatal permanente de sus actos y funcionamiento, disolución y liquidación, con intervención de los organismos administrativos locales competentes (Arts. 299, 303 y Conc. de la ley citada), con lo cual se asegura una completa descentralización de las funciones fiscalizatorias, fortaleciendo el federalismo que hoy pretende volver a sus reales carriles constitucionales. En suma, estas sociedades tendrán entonces una doble fiscalización colegiada, en lo interno, por la operancia de las normas propias de la Ley 19.550 (Arts. 294, 290 y Conc.) mediante la actuación de la Comisión

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 13

Fiscalizadora, y en lo externo, por vía de las auditorías colegiadas antes señaladas, según los reglamentos de las Bolsas, sin perjuicio del restante contralor externo en razón de la fiscalización estatal permanente.

La particular reglamentación de la operatoria por parte de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, para asegurar tanto la seriedad de las informaciones, como la seguridad de los ahorristas, y parejamente la liquidez de este tipo de inversiones, posibilitará también, adecuar las exigencias a las necesidades y realidades de las economías regionales. Al no existir una autorización oficial para hacer oferta pública, como sucede con el mercado principal (Arts. 6, Inc. a) y 19 de la Ley 17.811), resultará suficiente la autorización para cotizar los títulos valores de las PYME en estos "segundos mercados", que otorguen las Bolsas, de acuerdo a las disposiciones de sus reglamentos (Arts. 23 y 30 de la citada Ley), razón por la cual no será de aplicación lo dispuesto en el artículo 32 del mismo cuerpo legal, sin perjuicio de que, en última instancia, la cotizabilidad de tales títulos en una Bolsa implicará la aceptación de su apertura pública.

Por su parte, corresponderá analizar en su momento, las correcciones que pudiesen resultar necesarias a la estructura societaria y marco normativo vigente, para dar perfecta cabida a esta nueva modalidad de apertura pública de los capitales sociales, por los carriles bursátiles. En tal sentido, se estima que resultarán aplicables parte de las soluciones adoptadas con relación a las sociedades que en la actualidad hacen oferta pública de sus títulos por autorización oficial. Por ende, se necesitará una permisividad estatutaria para la colocación de todo o parte de los capitales sociales, y a igual solución habrá de recurrirse para el supuesto retiro de la colocación pública.

Por lo demás, las disposiciones de la Ley 19.550 actualmente vigentes y relacionadas con las sociedades "abiertas" que hacen oferta pública de sus acciones, podrán resultar aplicables para esta nueva modalidad de sociedades que operarán en un escalón más abajo, a través de los segundos mercados. En tal sentido, se admitiría el aumento del capital social por decisión asamblearia sin necesidad de modificar el estatuto (Art. 188, segundo párrafo, según modif. de la Ley 22.903); la imposibilidad de emitir acciones de voto privilegiado luego que la sociedad hubiese sido autorizada por una Bolsa para co-

locar sus títulos a través de los segundos mercados (Art. 216 "in fine" de la ley citada); la posibilidad de emitir acciones con prima por decisión de la asamblea ordinaria y certificados globales de las acciones integradas, para facilitar su eventual inclusión en el régimen de depósito colectivo (Arts. 202 y 208, segundo párrafo de la citada Ley, texto según modif. Ley 22.903) pudiendo admitirse, asimismo, que al respecto no registrarán las mayorías especiales del artículo 244 de la Ley con relación a las asambleas extraordinarias que resuelvan la transformación, prórroga o reconducción de la sociedad; también procedería el ejercicio del derecho de receso en el supuesto retiro voluntario de la cotización en estos segundos mercados, pero no en los casos de fusión o escisión, si las acciones que deben recibir en su consecuencia estuviesen admitidas a la oferta pública (Art. 245, segundo párrafo de la citada Ley, según modif. Ley 22.903); se admitiría también la causal disolutoria prevista por el Art. 94, Inc. 9 de la Ley citada, cuando mediase decisión firme de la Bolsa, en cuyo segundo mercado intervengan, retirando la autorización oportunamente conferida, salvo posibilidad de reactivación por decisión asamblearia adoptada dentro del término de sesenta días (Art. 94, Inc. 9 de la citada Ley, modif. por Ley 22.903); asimismo, debería regir también con relación a estas sociedades, la imposibilidad de efectuar convocatoria simultánea para la asamblea extraordinaria (Art. 237, segundo párrafo de la citada ley, texto según modif. Ley 22.903).

Lo anterior, valga destacar, es sólo una propuesta para adaptar las estructuras vigentes a la operatoria que se sugiere, y pretende sólo abrir el camino al estudio y análisis de todos los problemas particulares y colaterales que puedan resultar implicados, los cuales -a no dudar- han de ser muchos.

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 15

IV - ANTECEDENTES ARGENTINOS. LOS REMATES DE TITULOS VALORES
NO AUTORIZADOS A HACER OFERTA PUBLICA

En nuestro ámbito, continúa vigente en la actualidad la Resolución General Nro 29 de la Comisión Nacional de Valores (21-IX-72), que reglamenta la llamada operatoria de los "remates de títulos valores" en los recintos de las Bolsas de Comercio, a continuación del horario de rueda, comprendiéndose la posibilidad de rematar títulos emitidos por sociedades no autorizadas a la oferta pública, de acuerdo a las reglamentaciones que establezcan los respectivos Mercados de Valores en sus reglamentos (Art. 1, Inc. c).

Si bien una primera lectura de lo anterior parecería indicar que nuestra estructura normativa cuenta con la herramienta idónea para dar cabida a una operatoria de menor importancia, pero similar a la de los segundos mercados europeos, los requisitos mínimos que surgen del articulado de la misma para posibilitar la concreción de tales actos, son tan complicados y de tal extensión previa, que ha provocado en la práctica, su virtual inutilización.

Es que no obstante que en los fundamentos de la Resolución se afirma que tales operaciones entran dentro del concepto de oferta pública que establece el artículo 16 de la Ley 17.811, se exigen autorizaciones, comunicaciones previas a la Comisión Nacional de Valores y considerables publicidades -también previas- que traban por completo lo que debiera ser una ágil y fluida operatoria bursátil.

En tal sentido, de acuerdo al artículo 2 de dicha resolución, los remates deberán ser efectuados públicamente en el recinto de las Bolsas y fuera de los horarios de la "rueda". No obstante se exige, acto seguido, que tales actos "sean comunicados a la Comisión Nacional de Valores con una anticipación no menor de cinco días a la fecha de su realización". Además, el artículo 4 establece que los agentes deben publicar "avisos" por dos días y con diez de antelación en un diario de circulación general del lugar del remate, y en otro del domicilio de la sociedad, cuando éste fuere distinto de aquél, como así también en el Boletín de la Bolsa de Comercio en cuya jurisdicción se realiza el acto, una vez, y con igual antelación de diez días.

De conformidad al artículo 3, tal publicidad que deberán afectar los agentes, debe contener como mínimo los siguientes requisitos: 1) Nombre y domicilio de la sociedad cuyos títulos se ofrecen. 2) Cantidad y clase de títulos. 3) Que los estatutos sociales, el último balance aprobado y el detalle del origen de los títulos, se encuentren a disposición de los interesados en las oficinas del agente de bolsa, y que la información se proporcione en base a los datos en poder del agente. 4) Que no existe un mercado público para los títulos ofrecidos. 5) Que los documentos indicados en el aviso no han sido examinados por la Comisión Nacional de Valores. 6) Que la persona por cuenta de quién se efectúa el remate se hace responsable de la autenticidad de los títulos, en caso de no contarse con la información indicada en el punto 3, tal circunstancia deberá ser expresada en los avisos.

Sin perjuicio de que, de conformidad a la última parte del artículo 4, tal publicidad podrá reducirse a la publicación por una vez en el Boletín de la Bolsa de Comercio, y con igual antelación que las restantes publicidades (10 días), cuando el importe económico de la operación lo justifique a juicio del Mercado de Valores, lo cierto es que la reglamentación no es muy feliz, y menos aún concreta e idónea para fomentar la operatoria, más bien lo contrario, sin brindarse pauta alguna sobre qué ha de entenderse por importe económico justificante de tal reducción.

Por lo demás, en los hechos, las reglamentaciones particulares actualmente vigentes, aprobadas por la Comisión Nacional de Valores, exigen a los agentes la solicitud de un permiso a los respectivos Mercados, con una anticipación mínima de quince días a la realización del acto (Art. 15 de la Circ. 2584/80 del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.). Todo ello demuestra que, en definitiva, para cualquier acto de remate debe mediar una anticipación aproximada de veinte días, lo cual de por sí, sólo atenta contra el éxito de cualquier operatoria bursátil, donde la agilidad y brevedad de los plazos son elementos fundamentales. Es de advertir entonces, que sin forzar para nada la estructura legal vigente (Ley 17.811) bien podría darse cabida a una operatoria similar, aunque en menor envergadura, a la de estos segundos mercados de raigambre europea, poniendo en práctica esta mecánica de los remates, que incluso hubiese permitido con anterioridad a muchos de aquellos antecedentes,

Mercado de Valores de La Plata S.

Hoja 17

marcar rumbos en el tema. Los cierto es que, en éste como en otros casos, las soluciones normativas -si bien loables y aún de avanzada- resultan inaplicables por el farrago de requisitos y trabas que, desde su mismo seno, atentan contra su éxito.

De tal forma, sólo bastará con despejar esta interesante operatoria de todas las trabas y recaudos previos a la realización de los remates, que han impedido en la práctica de estos años su real y concreta utilización, no obstante su gran trascendencia -se insiste- para facilitar la negociación bursátil de los títulos privados emitidos por las sociedades no autorizadas a hacer oferta pública.

La caracterización de "oferta pública", que han merecido estas operaciones de remate, en los propios términos de la Resolución General Nro 29 de la Comisión Nacional de Valores, y su inclusión dentro del marco normativo del artículo 16 de la Ley 17.811, no se verá afectado por la circunstancia de que se efectúe en forma más ágil y fluida, respondiendo a las necesidades del tráfico actual, en una sana simplificación de procedimientos que permita a las PYME utilizar en forma adecuada esta forma de genuina financiación, y a la vez, una agilización de las negociaciones. Por lo demás, de los propios términos de la Resolución se infiere que no se requiere una autorización especial de la Comisión Nacional de Valores, en cada caso, como sucede con la solicitud de autorización para la cotización oficial para hacer oferta pública (Arts. 19, 32 y Conc. de la Ley 17.811), sino que sólo se exige una comunicación previa a dicho organismo, indicando determinados datos de los títulos valores a rematarse que, tratándose de una sociedad no autorizada para hacer oferta pública y, por ende, no fiscalizada por dicho organismo, no tiene mayor fundamento ni virtualidad, siendo suficiente a tales efectos, el sostenimiento del permiso previo que deberán otorgar los respectivos Mercados (Art. 36 de la ley citada), con anterioridad a cada acto de remate.

La publicidad previa a cada acto, de insistirse en su mantenimiento, podrá quedar reducido al Boletín de la Bolsa de Comercio respectiva, en cuya jurisdicción se realice.

En tal sentido, se estima que con la reducción propuesta, se mantendrán los tres elementos -tanto de carácter objetivo como subjetivo- bajo los cuales

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 18

se ha caracterizado el concepto de oferta pública, toda vez que: a) los sujetos intervinientes seguirán siendo los Agentes de Bolsa debidamente habilitados para actuar; b) los sujetos destinatarios se encontrarán también determinados e individualizados entre todos los Agentes actuantes en el recinto, como así también -aunque de modo indirecto- entre todas aquellas personas que ordenen a un Agente la negociación de un título (elementos subjetivos), mientras que, 3) el medio utilizado a través del público ofrecimiento para adquirir -al mejor postor- los títulos rematados en el recinto bursátil, con una adecuada publicidad posterior (elemento objetivo), permitirán concluir que con la simplificación sugerida, no se alterará la esencia de estos actos.

De lo expuesto, se infiere la urgente necesidad de adecuar esta estructura normativa, simplificándola mediante la supresión o notoria reducción de los recaudos previos de publicidad, autorizaciones y comunicaciones, a fin de dar cabida a la negociación bursátil de los títulos emitidos por las PYME en un sistema que bien podría servir -al menos- de prueba y preparando las bases para una abierta adopción de los segundos mercados, hasta tanto se concrete este sistema.

Es de destacar que en la Bolsa de BRUSELAS, paralelamente al funcionamiento de un segundo mercado, existe una mecánica parecida a la de estos remates, llamados ventas públicas por adjudicaciones, organizados bajo la forma de remates públicos de títulos no admitidos en el mercado principal, a través de la actuación de los Agentes de Bolsa, existiendo remates semanales y mensuales, para los que no se prevé requisitos de admisión para los títulos, difundándose los precios y volúmenes en un Boletín especial, cumpliendo la función económica de abrir el mercado para títulos no introducidos en otros mercados.

Por lo demás, la adecuada publicidad y seguridad de los inversionistas, podrá ser canalizada mediante la autorización que podría otorgar cada Mercado de Valores para efectuar la operatoria en el recinto, previo acompañamiento de toda la documentación contable de las sociedades, demostrativa de su funcionamiento, como así también de las pertinentes constancias de regular constitución, con la certificación expedida por los organismos locales compe-

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 19

tentes. Documentación completa que debería ponerse a disposición de agentes interesados en los recintos bursátiles con anticipación a los actos de remate de los títulos emitidos por dichas sociedades. Asimismo, corresponderá también a las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores publicar debidamente las operaciones realizadas y precios obtenidos (Conf. Arts. 23, 24 y 30 de la Ley 17.811).

115

V - CONCLUSIONES

Por todo lo expuesto, se formula la siguiente PONENCIA:

1 - A los efectos de revitalizar el mercado de capitales, fortaleciendo el desarrollo empresarial y los capitales de riesgo de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYME), cabe postular la adopción en el ámbito bursátil argentino de los llamados SEGUNDOS MERCADOS, admitiendo la apertura de sus capitales, sin entrar en el régimen de autorización estatal para hacer oferta pública.

2 - Con ello se permitirá el genuino financiamiento de las PYME y la canalización del ahorro productivo, dentro de un marco bursátil cristalino y documentado, con adecuado conocimiento de las operaciones y precios de mercado.

3 - Deberán precisarse las condiciones bajo las que se permitirá la colocación y cotizabilidad de los títulos valores emitidos por estas sociedades en los SEGUNDOS MERCADOS, en todas las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores del país, tratando de reducir los costos y requisitos de admisión, sin perjuicio de preservarse la publicidad de la situación económico financiera de las empresas, y la seguridad del inversionista.

4 - Tendrá que precisarse que un porcentaje mínimo del capital social y de los sucesivos aumentos, deberá ser canalizado y abierto al público inversor por parte de las PYME que resuelvan incorporarse al sistema, con exclusiva intervención de los Agentes de Bolsa habilitados en las distintas Bolsas de Comercio y Mercados de Valores.

5 - Entre los recaudos de admisión, debería exigirse un capital de riesgo mínimo efectivamente integrado por las PYME, que bien podría ser igual o no inferior al monto que utiliza la Ley 19.550 para someter a control estatal permanente a las sociedades por acciones.

6 - El carácter de sociedad controlada por la apertura de sus capitales al público inversor garantizará, por lo demás, la constante fiscalización externa por parte del Estado, en sus aspectos institucionales y legales relacionados con su funcionamiento, disolución y liquidación, a través de la intervención

Mercado de Valores de La Plata S. A.

Hoja 21

de los distintos organismos administrativos de contralor locales, que tengan atribuida tal función (Arts. 209, Inc. 1 y 2; 303 y Conc. de la Ley 19.550).

7 - Sin perjuicio de ello, para garantizar el conocimiento de la real situación económico financiera de las sociedades, y la seguridad del inversor, debería preverse un adecuado control externo y descentralizado, mediante informes auditados por cuerpos colegidos de profesionales contadores y abogados designados por las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, con cargo a las sociedades interesadas, sobre la base de convenios a celebrarse con las entidades profesionales reconocidas en el orden local.

8 - En razón de la apertura pública de los capitales, que implicará el funcionamiento de estos SEGUNDOS MERCADOS, deberá propiciarse la aplicación, en lo pertinente, de las disposiciones de la Ley 19.550 relacionadas con las sociedades abiertas, que hacen oferta pública de los títulos valores.

9 - Las operaciones en los SEGUNDOS MERCADOS podrán ser realizadas a la finalización del horario de las "ruedas" y a continuación de las mismas, con obligación de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores de publicar en forma periódica los precios, cantidades negociadas y las posiciones de oferta y demanda.

10 - La adopción de estas medidas, deberán ser acompañadas por el Estado, mediante un adecuado sistema de incentivos de tipo impositivo, tanto para las sociedades productoras de capitales de riesgo, como para los inversores.

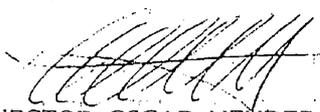
11 - Sin perjuicio de lo anterior, se propicia la inmediata revitalización de la operatoria de los REMATES DE TITULOS VALORES de las sociedades no autorizadas para hacer oferta pública, mediante la modificación de la Resolución General Nro 29/72 de la Comisión Nacional de Valores.

12 - Dicha modificación deberá efectuarse sobre la base de una supresión o sustancial reducción de los recaudos actualmente existentes en materia de autorizaciones, comunicaciones y publicidades previas, asegurándose, no obstante, el adecuado conocimiento de la situación económico financiera de las sociedades cuyos títulos valores se subastan, mediante la reglamentación que dicten las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, quienes por lo demás,

MERCADO DE VALORES DE LA PLATA S.A.

Hoja 22

deberán efectuar una debida y periódica publicidad de las operaciones realizadas y precios obtenidos.


Dr. HECTOR OSCAR MENÉNDEZ
Asesor Letrado del
MERCADO DE VALORES DE LA PLATA S.A.