

“LA EMPRESA EN LA OFERTA PUBLICA. ALCANCE Y LIMITES DE LA REGULACION PUBLICA” (El caso Papel Prensa S.A.)

Por: Eduardo Barreira Delfino y Marcelo A. Camerini.

Introducción:

Asistimos perplejos al avance del Estado sobre la actividad privada, y en concreto contra una empresa, menor por cierto en el concierto de las empresas que están en el régimen de oferta pública, pero que reviste importancia por dos razones.

La primera, por ser proveedora de papel, insumo básico para la industria editorial, sobre todo de los diarios. La segunda uno de sus accionistas –el mayoritario- es un grupo económico con el cual el actual gobierno libra una intensa batalla, vaya a saber por qué objetivo.

También resulta interesante en este caso, que el Estado nacional es accionista de Papel Prensa S.A. (“PP”), lo que da otro condimento adicional al conflicto, ya que su beligerancia la puede llevar al seno de su administración y contralor interno, cuestión no menor en estas circunstancias.

El conflicto societario, es una realidad de las tantas que nos tiene reservada la actividad empresaria, porque no siempre resulta fácil conciliar los intereses de todos los accionistas, y esto se evidencia con mayor acento cuando el capital accionario de una sociedad se encuentra concentrado en un grupo que detenta lo que se conoce como mayoría o paquete de control. Allí, casi siempre, surgen diferencias en cuanto a la administración con los accionistas minoritarios.

Claro está que en el caso PP, también hay otro elemento a valorar y consiste en que una parte de las acciones que componen su capital cotiza en un mercado autorregulado, por lo cual reviste la calidad de empresa abierta, y como tal sujeta a un régimen de sujeción especial, como lo constituye el establecido por la Ley N° 17.811.

Entonces, ya no estamos en presencia de un conflicto entre un grupo económico y el gobierno del Estado, sino que hay otros elementos de ponderación, como son el inversor bursátil; la regulación pública; la afectación o no de la producción de un insumo básico y nacional, como lo constituye el papel, debido a que siendo el producto de uso exclusivo para diarios, no escapa a nadie que su cuotificación o imposibilidad de producción, incide en la libertad

de prensa, por la sencilla razón que domestica al editor en forma directa o indirecta.

Debe quedar claro desde el inicio, que estamos en presencia de esto último, ya que PP no representa en si misma, una empresa que determine con su actividad el interés nacional, como podría ser otras (vg. petroleras; energía atómica; siderurgia, etc.), sino que como productora de papel para diarios genera la materia crítica de los dos más importantes diarios de la Argentina.

Sentado ello, bien decía el Mariscal Otto von Bismarck¹, que las mayores mentiras se dicen antes de una elección; durante la guerra y después de una jornada de caza. Por eso, vale comenzar analizando el nacimiento de PP.

Creación de PP²:

El verdadero y único padre de la criatura llamada PP, fue el señor César Civita, quien con sus inquietudes empresariales a riesgo propio y cultor de aportes a la industrialización del país, hacia fines de la década del 60 decidió emprender una campaña de difusión sobre la necesidad de fabricar papel para diarios en el país, en atención a la dependencia absoluta de la importación del mismo, con altos costos para los diarios nacionales, principalmente los del interior.

Para tal difusión contaba con las revistas de su editorial, principalmente con "Panorama", revista en interés nacional e internacional, reconocida por su seriedad y profesionalidad en el tratamiento de su contenido.

A tales efectos, constituyó la sociedad "Promotora Industrial del Papel S.A. -"Proinpa"-, con el objeto de estudiar y preparar técnicamente un proyecto de factibilidad para la construcción de una planta de papel para diarios, que se consideraba indispensable para la suerte de la actividad periodística y la libertad de prensa.

En ese derrotero se arribó al dictado del Decreto N° 43/71, por el cual el Estado nacional llamó a "Concurso Público Internacional" para la instalación de la primera planta productora de papel para diario, con capacidad para producir 1/3 solamente del consumo en el país, de modo de evitar situaciones monopólicas.

¹ Otto Eduard Leopold von Bismarck-Schönhausen (Schönhausen, 1° de abril de 1815 - Friedrichsruh, 30 de julio de 1898), conocido como Otto von Bismarck.

² Resulta de suma importancia relatar la historia del nacimiento de PP, por parte del Dr. Eduardo Barreira Delfino, quién fue director legal y apoderado del grupo Civitas, y desarrolló todo la estructura legal para la creación de PP.

Consecuentemente, César Civita conjuntamente con su empresa Editorial Abril S.A. -la principal editora de revistas y fascículos de la Argentina-, se presentó como oferente en la referida licitación. La elaboración técnica del proyecto estuvo a cargo de la mencionada Proinpa, que venía trabajando en tal sentido.

Al margen de cumplir con todos los requisitos legales e instrumentales previstos en el pliego de bases y condiciones, era necesario que todo oferente creara una sociedad que no tuviera actividad empresarial - empresa virgen-, quien de prosperar la oferta presentada, sería la adjudicataria de la licitación.

Bajo esta premisa, Civita y Editorial Abril, constituyeron PP de conformidad con las disposiciones del Código de Comercio, que exigía la participación en el acto constitutivo de diez (10) socios como mínimo. Los socios constituyentes principales fueron Civita y Editorial Abril -alrededor del 90 % del capital social- y acompañaron los señores César A. Doretti; Livio G Khul -dueño de Celulosa Jujuy S.A.- y Carlos A. Rey -dueño de Ingeniería Tauro S.A.-; los cuatro socios restantes eran funcionarios de Editorial Abril.

Conforme el Pliego de Bases y Condiciones, el capital social debía estar representado por cuatro (4) clases de accionistas, a saber:

- Clase "A", para el grupo fundador , el 26 % como mínimo.
- Clase "B", para el Estado nacional, el 25 %.
- Clase "C", para los usuarios de papel para diario (porcentaje a determinar).
- Clase "D", para los inversionistas extranjero (porcentaje a determinar).

El pliego de bases y condiciones procuraba que el poder de decisión soberana de la empresa estuviera en manos del capital nacional (Clase "A" + Clase "B" = 51 %). Por ello, preveía que la transferencia de tales acciones requería la aprobación de la asamblea de la sociedad. *Ergo*, no había ninguna disposición que señalara un plazo de diez (10) años para que el Estado nacional se desprendiera de su participación.

Resaltase que este era el modelo imperante en aquella época y que se reprodujo en la constitución de Aluar S.A. y de Papelera Tucumán S.A. -en este último proyecto, intervino Proinpa con su equipo técnico, en virtud del avezado conocimiento y experiencia en la materia-.

El concurso público internacional se abrió el 18-10-1971, con la presencia del Ministro de Industria y Comercio de la Nación, general Chescotta y el Escribano General de la Nación.

Abierto el acto, se presentaron tres ofertas: a).- la de Civita y Editorial Abril, con PP; b).- la del grupo "Impresit Sedico S.A.", y c).- la del grupo "Latino Consult S.A.".

De la apertura de las ofertas, se constata que éstos dos últimos oferentes, incumplen con la presentación de la garantía de oferta, lo que quedó constatado por el Escribano General de la Nación, motivando que al día siguiente Civita y Editorial Abril³ presentaran ante el Ministerio de Industria y Comercio, solicitando que tales firmas no fueran tenidas por parte en el proceso licitatorio, tal como lo prescribía el pertinente pliego de bases y condiciones.

Dicha presentación fue resuelta favorablemente por el Ministerio, quedando entonces Civita y Editorial Abril, con PP, como únicos oferentes y parte del proceso licitatorio. La oferta presentada constaba de once (11) tomos encuadernados, por un total de mil cien (1.100) páginas, por quintuplicado.

Asimismo destacamos que nunca se presentaron observaciones y menos impugnaciones a la oferta del Grupo Civita, por parte de los otros dos oferentes o terceros interesados.

Cumplidos todos los recaudos legales, se adjudicó la oferta a PP en forma condicional, por el lapso de ciento ochenta (180) días, para que dentro de ese plazo se probase la calidad y eficiencia de la fórmula química para la elaboración de la pasta celulósica, que fuera presentada en la oferta y que configuraba el aporte tecnológico realmente distintivo y significativo.

Corresponde señalar que, tal fórmula es un invento argentino, de jerarquía y reconocimiento internacional, diseñada por dos ingenieros a quienes César Civita impulsó y financió durante los años previos de preparación para el momento de la convocatoria a licitación. Dicha fórmula se conoce como Proceso M - M, de pasta celulósica para la fabricación de papel para diario, en virtud de que los ingenieros responsables del descubrimiento llevan los apellidos de "Mosca" y "Moscón", respectivamente.

Lo notable de este invento argentino, es que la novedosa fórmula invierte los componentes universales en la materia, al combinar 80 % de fibras cortas (sauces y álamos) y 20 % de fibra larga (pinos y coníferas).

Téngase presente que para el papel canadiense y finlandés, máximos productores mundiales y que era el papel que se importaba en el país, las proporciones eran precisamente al revés, porque se le asignaba prioridad a las fibras largas atento que eran consideradas más resistentes a las tracciones

³ El Dr. Eduardo Barreira Delfino, fue el apoderado del señor César Civitas y de Editorial Abril que presentó el pedido al Ministerio de Industria y Comercio.

que sufre del papel al tener que soportar las velocidades de las rotativas para la impresión de los diarios. El proceso M - M sepultó tal consideración mundial. Ello hace notable el invento argentino, que se sustentaba en la materia forestal existente en el país (mucho fibra corta y poca fibra larga).

A efectos de acreditar el *know how* argentino presentado como matiz distintivo de la oferta, se creó una comisión técnica mixta entre los ingenieros del grupo Civita y los del Ministerio de Industria y Comercio, quienes viajaron a Finlandia, para fabricar el papel con la citada fórmula revolucionaria. Para ello, se embarcó toda la materia prima local necesaria (hasta bidones de agua del río Paraná), certificándose debidamente el embarque.

Producido el papel y arribadas al país las bovinas de ese papel fabricado con esa fórmula netamente argentina, dentro de los plazos establecidos en la adjudicación, se hizo la prueba de impresión pertinente, la que tuvo lugar en los talleres gráficos de Clarín, con la presencia del Presidente de la República, general Alejandro A. Lanusse, la presidenta de Clarín, señora Ernestinas H. de Noble y el Presidente de PP, señor Civita.

Se pusieron en funcionamiento dos rotativas, una con papel fabricado por los ingenieros de Civita y la otra con el papel canadiense que utilizaba el diario Clarín y ambas imprimieron una nota de un pliego con la historia del papel para diarios.

La rotativa que tenía cargado el papel de Civita, fue puesta a funcionar por el propio general Lanusse. La otra, la que tenía el papel importado por Clarín, por la señora de Noble.

En un momento dado saltó, la rotativa cargada con el papel canadiense, mientras que la otra rotativa, se mantuvo imprimiendo sin ninguna rotura del papel de la bovina, lo que provocó una espontánea ovación y un júbilo de todos los presentes (autoridades, funcionarios, invitados y empleados de la planta, que cabe señalar era los talleres de impresión de Clarín).

Puede decirse que, era el reconocimiento del talento, la creatividad y el emprendimiento de los argentinos.

El general Lanusse sentenció: “[...] con esta misma mano que hoy puse en funcionamiento la rotativa, dentro de diez (10) días suscribiré el contrato de adjudicación pertinente [...]”.

A partir de allí, el proyecto de contrato fue supervisado por el Ministro de Justicia Dr. Gervasio Colombes, su vez co-autor de la Ley N° 19.550 (“LSC”), nuevo cuerpo legal que entró en vigencia en mayo de 1972, para

lo cual tuvo que adaptarse el estatuto social de PP a los nuevos postulados legales.

Efectivamente, a los diez (10) días de aquel formidable evento, se suscribió en la Presidencia de la Nación el contrato de adjudicación con PP más la fianza solidaria de Editorial Abril y Civita, en su calidad de oferentes, tal como lo exigía el pliego de bases y condiciones.

Desde la adjudicación hasta septiembre de 1973, el contrato de adjudicación estaba en plena ejecución y en debido estado de avance de la obra. Se negociaron y suscribieron los contratos de provisión del equipamiento, instalación, puesta en funcionamiento de la planta industrial, know how, licencias y patentes y capacitación y entrenamiento del personal, con la firma METEX Corporation de Finlandia (líder mundial en este tipo de emprendimientos). También se negoció y celebraron los contratos de infraestructura y apoyo logístico con el Estado nacional, la provincia de Buenos Aires y la Municipalidad de San Pedro y organismos autárquicos (Segba, Gas del Estado, Entel, Vialidad Nacional, Administración de Puertos, Prefectura, etc.). Asimismo se tramitó los juicios de expropiación de los lotes de terreno donde se iba a asentar la planta industrial, ante los Tribunales de San Nicolás.

Corresponde resaltar que el lugar elegido para la radicación de la planta, que fue la Ciudad de San Pedro (Pcia. de Bs. As.) por su cercanía con las islas de enfrente, las Lechiguanas (Entre Ríos), que iba a ser la proveedora de la principal materia prima de fibra corta.

Mientras, se levantaba la planta de PP, el Estado nacional decidió llamar a un segundo Concurso Público Internacional para la instalación de otra planta productora de papel para diario, también con capacidad de producción equivalente a 1/3 del consumo en el país. Ello despertó el interés de Civita y encomendó a Proinpa⁴ informarse y preparar la posible presentación. Igual interés en presentarse demostró Clarín. La llamada a elecciones en forma anunciada por el general Lanusse y la asunción de un nuevo gobierno en mayo de 1973, llevó al Estado nacional a dejar sin efecto la nueva licitación.

Los nubarrones sobre PP comenzaron aproximadamente en septiembre de 1973. Se hicieron sentir presiones del nuevo gobierno justicialista que asumió el 25 de mayo, bajo distintos requerimientos puntuales e inexplicables, cursados por el Ministerio de Economía, a cargo del triste y lamentable José Ber Gelbard.

⁴ Y designó al Dr. Eduardo Barreira Delfino, como director y apoderado legal del nuevo proyecto.

Así, se producían demoras en otorgar los avales comprometidos por el Estado nacional para los pagos al exterior por la importación de la maquinaria adquirida y había exigencias de presentarse ante la Confederación General Económica, para obtener el visto bueno del régimen de “*compre nacional*” respecto de cada pieza, componente, repuesto, tuerca y resorte de los equipos adquiridos a METEX, a sabiendas de que la industria local no fabricaba nada de ello (cada presentación de las miles que había que efectuar, eran por decuplicado). Todo con la finalidad de entorpecer y complicar el cumplimiento de los contratos suscriptos con el exterior bajo riesgo de que se rescindieran los mismos y, de ese modo, consumir el propósito de lograr forzar la venta del paquete accionario Clase “A” (socios fundadores).

El objetivo perseguido de “*disuadir*”, fue logrado y la venta “*coaccionada*” se materializó el 27 de diciembre de 1973, a favor de testaferros de David Graiver -persona sin antecedente alguno en el mundo industrial y productivo-, entre ellos principalmente la firma “Galería Da Vinci S.A.”.

El pago de las acciones adquiridas se hizo mediante la entrega de 3 cheques, a favor de Civita y Editorial Abril, perteneciente a cuentas del Banco Comercial de la Plata S.A., propiedad de David Graiver, quien le propuso a Civita que depositara los cheques en cuentas que le había abierto en su propio banco, porque estaba ante el cierre del balance anual y no quería reflejar esas salidas de dinero, para poder presentar al público estados contables satisfactorios.

Quedó así consumada la “*expropiación*” de PP, a favor de personeros cercanos al Gobierno, que siempre utilizan al Estado nacional para satisfacer intereses propios, con desprecio absoluto del desarrollo económico y el progreso social.

La empresa en el régimen de oferta pública:

(i).- Bajo nuestra legislación, habrá sociedad, cuando se reúnan las condiciones y finalidades que prevé el art. 1º de la LSC, bajo un contrato plurilateral de organización, el cual regulará las relaciones entre las partes socias⁵.

La LSC y las normas de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) nada dicen sobre qué tipo de sociedades comerciales, pueden realizar oferta pública⁶. La respuesta a este interrogante la encontramos en el art. 17 de

⁵ Jorge Grispo, “Tratado sobre ley de sociedades comerciales”, T. 1, Ed. Ad-Hoc, pág.37, año 2005.

⁶ Con una finalidad pedagógica, podríamos definir a la oferta pública en dos: la propia, que es la apertura del capital de una sociedad por acciones, para que una parte de él, se destine al público inversor, con el previo pedido de oferta pública y posterior cotización. La impropia, cuando la sociedad por acciones u otras (conf. art. 1º de la Ley N° 23576) pide autorización de

la Ley N° 17.811 (“LOP”), cuando señala: *“Pueden ser objeto de oferta pública únicamente los títulos valores emitidos en masa, que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase, se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo”*.

De esta definición, se desprende como lógica consecuencia que quienes podrán realizar oferta pública, serán las sociedades por acciones, como la sociedad anónima y la sociedad en comandita por acciones. Los demás tipos de sociedades comerciales quedan excluidas de la posibilidad de hacer oferta pública.

Despejado ello, nos topamos en la LSC con el art. 165, el cual, nos dice que: *“La sociedad se constituye por instrumento público y por acto único o por suscripción pública”*.

Parecería que la primera parte del artículo *sub-examine*, no presenta dificultades, salvo la expresión *“[...] y por acto único”*, frase por cierto imprecisa y que puede interpretarse, como una idea del legislador respecto de la suscripción del capital social, el cual se realiza en un solo acto, cuando no es suscripción pública. No así, la constitución de la sociedad, ya que como bien señalaba Halperín y Otaegui⁷, ello implica el resultado de un proceso que abarca diferentes actos o etapas.

Superado ello, lo interesante estriba en la segunda posibilidad que da la LSC respecto a la constitución de la sociedad anónima por suscripción pública. Aquí no hay un acto único, sino múltiples actos en diferentes momentos dentro de un tiempo predeterminado, que es el plazo que tienen los interesados durante el período de suscripción y que se individualiza en cada una de las suscripciones de acciones que hacen los oferentes.

Lo que poco se ha discutido en nuestra doctrina, es si la suscripción pública de acciones de una sociedad importa oferta pública y en su caso resulta obligatoria la intervención de la CNV, como organismo de control en la materia.

Cuando quienes organizan la constitución de una sociedad anónima y para ello recurren al mecanismo de suscripción pública, procedimiento expresamente tutelado en los arts. 168 a 185 de la LSC, lo que están haciendo es ofreciendo acciones al público inversor, llegando incluso la LSC a autorizar que el ofrecimiento lo realicen promotores y agentes colocadores (conf. art. 178 LSC).

oferta pública y cotización, para emitir obligaciones negociables. La sociedad permanece cerrada, todo ingresa al régimen de oferta pública por el empréstito que pide a los ahorradores del mercado donde decide actuar.

⁷ Halperín, Isaac/Otaegui, Julio C., “Sociedades anónimas”, 2ª Ed. Depalma, año 1998.

El art. 16 de la LOP, señala que: *“Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”*.

Si a esta definición adicionamos, el concepto antes dado del art. 17 de la LOP, es evidente que la suscripción pública por contener los caracteres de: (i).- captación de ahorro público; (ii).- para ser destinado a la compra títulos valores emitidos en masa; (iii).- siendo la oferta indeterminada en cuanto a los sujetos alcanzado y (iv).- valiéndose de medios de difusión para exteriorizar la oferta, es evidente que se encuentra comprendida dentro de la definición del art. 16 de la LOP y por lo tanto para ser la oferta pública regular⁸, debe contener la autorización de la CNV⁹.

En nuestra opinión el pedido de oferta pública de acciones, para efectuar una suscripción pública, no conlleva el inmediato y obligatorio pedido de cotización en un mercado autorregulado. Sino que es la obligación jurídica que debería cumplirse por parte de los constituyentes, para no violentar el art. 16 de la LOP, aunque la LSC nada diga al respecto y la oferta no sea irregular. Es más, podría darse el caso que una vez constituida la sociedad, ésta pida la cancelación de la autorización de oferta pública, ya que no desea permanecer en el régimen.

Además de lo que hemos puesto en evidencia, queremos cerrar este acápite señalando que, la gran mayoría de las sociedades anónimas que hoy son abiertas en Argentina, se constituyeron por instrumento público y acto único y fueron sociedades cerradas inicialmente, hasta que en un determinado momento de su vida, decidieron ingresar al régimen de oferta pública.

(ii).- Pasada la etapa constitucional de la sociedad, sobreviene la actividad, aquello que el legislador sintetizó bajo la expresión *“la producción o intercambio de bienes y servicios”*, la cual se integra al ente societario creado y que comúnmente se denomina en conjunto *“la empresa”*.

⁸ La oferta pública es regular, cuando la captación de ahorro público destinada a realizar actos jurídicos con valores negociables, cuenta con autorización expresa de la CNV. Por el contrario la oferta pública será irregular, cuando los mismos actos jurídicos, no tengan la autorización de la CNV.

⁹ En contrario a esta posición puede verse: Jorge Grispo, obra cit., T. 3, pág. 536 y fallo del a CNCom., Sala A, 13-5-1983, *“Capon Bonell S.A. c/ Papel Prensa S.A.”*.

Ante esto, debemos preguntarnos ¿qué es la empresa?. Esto dispara múltiples respuestas en función del ángulo en que se mire la cuestión.

No estaríamos equivocado si afirmáramos que la empresa es la institución o agente económico que toma las decisiones sobre la utilización de factores de la producción para obtener los bienes y servicios que se ofrecen en el mercado. La actividad productiva consiste en la transformación de bienes - materias primas y productos semielaborados- en bienes finales, mediante el empleo de factores productivos -básicamente trabajo y capital-¹⁰.

Para poder desarrollar su actividad la empresa necesita disponer de una tecnología determinada, que especifique que tipo de factores productivos precisa y como se combinan. Asimismo, debe adoptar una organización interna que le permita realizar todos los actos necesarios para su administración¹¹.

Por lo cual, podemos decir que la empresa es ante todo una realidad socioeconómica. Un órgano productor de riqueza para el país, de salarios para los trabajadores, de beneficios para los empresarios e inversores, y de bienes y servicios para los consumidores y usuarios, resultado de la organización efectuada por el empresario de los factores productivos, capital y trabajo, que no está conceptualizada, ni regulada unitaria y sistemáticamente por el ordenamiento jurídico¹².

(iii).- Pero, la empresa abierta tiene un elemento diferencial y distintivo, respecto de la empresa cerrada¹³, que es el inversor o el accionista/inversor.

Si tuviéramos que hacer una clasificación sobre las distintas variantes o modalidades de inversores, resultaría imposible por el amplio espectro de posibilidades. Sin embargo, en una categorización, tal vez rígida, pero que permite diferenciar, existe dos grandes grupos de inversores: (a).- el inversor institucional, el cual tiene habitualidad en realizar inversiones en valores negociables, esa habitualidad lo dota de conocimiento y de profesionalismo en la materia (vg. los bancos; las entidades financieras, las compañías de seguros, etc.), en el otro segmento está (b).- el inversor/ahorrador, son las personas físicas y jurídicas, que no tiene la

¹⁰ Ignacio A. Escuti, "Apuntes sobre la intervención judicial y la conservación de la empresa", JA., fascículo 10, 2006-II, ejemplar del 7-6-2006.

¹¹ Horacio Fargosi, "La incidencia de la empresa en la sociedad anónima", La Ley, ejemplar del 11-8-2005.

¹² Tullio Ascarelli, "Iniciación al estudio del derecho mercantil", Bosch Casa Editora, Barcelona, año 1964, págs. 151 y ss.

¹³ Marcelo A. Camerini, "Reflexiones sobre la empresa abierta y el concurso preventivo", en "Reestructuración y reorganización empresarial en las sociedades y los concursos", Ed. Legis, pág. 262 y ss., Año 2010.

costumbre que invertir en valores negociables, ni la capacidad de análisis sobre la inversión que tiene un agente profesional de estos mercados.

Por eso a estos últimos, se les da una protección legal mayor, en cuanto a asimilarlos a consumidores y en su caso poder extender las normas jurídicas de esa materia a los actos realizado con valores negociables.

Alguien podría preguntarse por qué recurrir a la captación de ahorro de este segmento de ahorradores/consumidores, cuando ello implica para el oferente de los valores negociables, un mayor grado de responsabilidad sobre su socio, debido a la precariedad de los recursos con que cuenta y al conocimiento de la inversión. La respuesta es fácil, porque son los sectores de mayor capacidad y cantidad de ahorro y están dispuestos a prestarlo a un menor costo que otros sectores prestamistas.

Dijimos antes de ahora que el accionista inversor, reviste calidades propias y distintas que el socio ordinario de una sociedad cerrada. Esto lo fundamos en diferentes valoraciones, a saber: (a).- tiene aversión al riesgo ilimitado, asume riesgo, pero limitados; (b).- quiere tener liquidez en su inversión, lo cual alcanza cuando el mercado secundario donde cotiza el valor negociable tiene profundidad y amplitud; (c).- pretende obtener dividendos; (d).- desea que el precio del valor negociable suba; (e).- no desea soportar pérdidas; (f).- excepcionalmente le interesa el ejercicio de derecho de preferencia y acrecer.

Halperín¹⁴ lo sintetizaba de la siguiente manera: “[...] *El inversor-pequeño y mediano ahorrista, no está capacitado para conocer por sí solo el estado económico-financiero de la sociedad, ni tampoco de controlar ese estado, ni la gestión de los administradores. El interés estatal en la protección del ahorro obedece no sólo a la necesidad de que se mantenga fluida y permanente la corriente de inversiones para hacer posible la expansión de la producción, sino también evitar la crisis de confianza en esas inversiones, crisis que trae como consecuencia la disminución y aún la interrupción de las inversiones. El marasmo en que se debate el mercado bursátil argentino es ejemplo de los efectos de esta desconfianza, ya que es uno de los factores fundamentales de su crisis [...]*”.

Para terminar diciendo: “*De nada valdrá el intento de estimular la inversión en las sociedades anónimas por vía bursátil, si el régimen de estas sociedades no suministra garantías jurídicas efectivas y rápidas, que integren ese aliciente económico, haciendo desaparecer una situación de desamparo y arbitrariedad, que multiplica el alea natural de los negocios y hace más atractiva la inversión individual con las garantías del derecho común*”.

¹⁴ Isaac Haperín, “Primera reunión nacional de autoridades de control de la sociedad moderna” (Rev. de Derecho Comercial y de las Obligaciones, año 4, año 1971).

La actividad regulatoria pública:

La intervención administrativa del Estado en un sector económico determinado plantea al poder público la necesidad de responder adecuadamente a la pregunta de por qué se interviene en un mercado como el de capitales, y cómo y hasta dónde debe llegar dicha intervención.

Una intervención que no cumpliera con las condiciones mínimas exigidas de respeto a la libertad de empresa o los postulados de libre competencia, sería inadmisibles, toda vez que los principios que acabamos de señalar tienen protección en la preceptuación del art. 14 de la Constitución Nacional (“CN”) cuando dice: *“Todos los habitantes de la Nación gozan de los siguientes derechos conforme a las leyes que reglamenten su ejercicio; a saber: de trabajar y ejercer toda industria lícita; de navegar y comerciar; de peticionar a las autoridades; de entrar, permanecer, transitar y salir del territorio argentino; de publicar sus ideas por la prensa sin censura previa; de usar y disponer de su propiedad; de asociarse con fines útiles; de profesar libremente su culto; de enseñar y aprender”*.

Juntamente a ello, y en lo relacionado con el mercado de capitales, la administración se encuentra respaldada de forma genérica por un precepto constitucional concreto, el art. 42 de la CN, que señala: *“Los consumidores y usuarios de bienes y servicios tienen derecho, en la relación de consumo, a la protección de su salud, seguridad e intereses económicos; a una información adecuada y veraz; a la libertad de elección, y a condiciones de trato equitativo y digno. Las autoridades proveerán a la protección de esos derechos, a la educación para el consumo, a la defensa de la competencia contra toda forma de distorsión de los mercados, al control de los monopolios naturales y legales, al de la calidad y eficiencia de los servicios públicos, y a la constitución de asociaciones de consumidores y de usuarios. La legislación establecerá procedimientos eficaces para la prevención y solución de conflictos, y los marcos regulatorios de los servicios públicos de competencia nacional, previendo la necesaria participación de las asociaciones de consumidores y usuarios y de las provincias interesadas, en los organismos de control”*.

Finalmente, el marco de sostenimiento de la intervención del Estado, en lo relacionado con el mercado de capitales local, está dado por la Ley N° 17.811, en cuya exposición de motivos, su comisión redactora entendió que era necesaria: *“[...] una legislación que proteja al ahorro y, al mismo tiempo, facilite el desarrollo de la iniciativa individual y el espíritu de empresa”*, para agregar: *“En definitiva, el proyecto organiza un control estable y continuado de la oferta pública en salvaguardia, primordialmente, de los inversores”*.

Esto nos lleva a un debate entre los dos intereses presentes en el mercado de capitales, por un lado la libertad de empresa y libre competencia, derecho protegidos por nuestra CN, y por el otro, la obligación constitucional y legal, también de que el poder público garantice la defensa de

los consumidores y usuarios protegiéndolos en forma eficaz y segura en sus legítimos intereses económicos.

Estos dos intereses, que están presentes en un mercado de capitales, forman parte de los principios rectores de la política social y económica de una Nación y es nuestra obligación lograr el progreso económico sin producir con ello un daño a los intereses de los ahorradores/consumidores¹⁵.

La diversidad de intereses, públicos y privados en un mismo ámbito económico constituye una de las cuestiones más espinosas del derecho administrativo económico actual, al que no siempre se le ha prestado excesiva atención, ni por los poderes públicos, ni por los particulares interesados.

Hoy día el mundo occidental reconoce la intervención pública en la economía como una consecuencia natural de la extensión del Estado Social de Derecho, sin embargo no se ha producido en Argentina un análisis de hasta dónde la misma debe llegar, cosa que sí lo han hecho países como Estados Unidos de América, Francia y España.

Por ello en Argentina la regulación pública se ha ramificado a un ritmo vertiginoso sin que exista una reflexión clara sobre cuáles serán los intereses totales a proteger, produciendo falta de conexión, objetivo, finalidad, dispendio de actividad administrativa, burocracia innecesaria, lo que produce mayores costos para la actividad privada, resta competitividad a la empresa y a la economía en general y por último no produce beneficio social alguno para quienes está dirigida la tutela de protección.

Así, una de las consecuencias principales de esta pluralidad de intereses es la necesidad de calibrar desde instancias públicas la repercusión de las medidas que se adoptan, es decir examinar las ventajas e inconvenientes de cualquier decisión administrativa desde la perspectiva de interés de quién está necesitado de protección.

En los mercados de capitales, se han distinguido dos intereses públicos fundamentales: (i).- el inversor (en general) y (ii).- la eficacia del mercado, por lo que las normas regulatorias que se dictan deben ser valoradas por su capacidad para defenderlos. Desde este punto de vista, el inversor y el mercado constituyen los principios informadores del Derecho del mercado de capitales, a través de los cuales debe interpretarse la totalidad de la normativa pública.

¹⁵ Bercovitz, A y Bercovitz, R, "Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores", Ed. Tecnos, Madrid, año 1987, págs. 304 y ss.

Sin embargo, estos dos intereses que deberían ser complementarios pueden llegar a ser incompatibles, cuando la intervención pública a través de la regulación administrativa extralimita sus alcances y finalidades.

Entonces, es válido preguntarnos hasta dónde debe llegar la intervención de la administración, para que pueda alcanzarse un equilibrio adecuado entre las necesidades del mercado y la protección del inversor¹⁶.

Como primera respuesta al interrogante planteado, entendemos que, la ordenación de cualquier sector económico plantea serios retos a los poderes públicos al exigir un equilibrio no siempre fácil de conseguir entre intervención administrativa y la libertad, entre protección e innovación. En un mundo cada vez más económicamente interdependiente y globalizado, un exceso de regulación pública puede constituir un grave obstáculo en el adecuado desarrollo del mercado de capitales argentino.

Los fundamentos de la regulación pública:

Como hemos señalado precedentemente, en el mercado de capitales argentino, la regulación pública, nace como obligación impuesta al Estado por el legislador a partir de la Ley N° 17.811 y que encuentra como causa final constituyente, la existencia de una variedad de intereses públicos, que las fuerzas económicas por si solas no podrían satisfacer y de allí el arbitraje del Estado.

Las razones de la intervención pueden agruparse en económicas y políticas, veamos cada una.

(i).- las razones económicas: la necesidad de intervención en este concepto responde a deficiencias del propio mercado, por la existencia de asimetrías informativas, es decir la ausencia de igualdad en el acceso a la información relevante. Si existen desigualdades, los inversores están afectados en sus decisiones de inversión, ya que algunos contarán con información razonable y otros no¹⁷. La actuación de los poderes públicos debe ir dirigida por tanto a permitir el acceso a la información material a todos los participantes.

¹⁶ Ver: Camerini, Marcelo A., "La transparencia en el mercado de capitales", Ed. Ad-Hoc., año 2007, pág. 56.

¹⁷ En el mercado de valores, el típico comprador (inversor) no puede examinar la empresa en la que pretende invertir y lo que es más importante, el valor mismo de las acciones depende de sus futuros ingresos. Por todo ello el inversor necesita conocer esta información para poder analizarla, comprarla con la de sus competidores y finalmente decidir (conf. Jennings, R. W; Marsh, H; Coffee, J y Seligman, J. "Securities Regulation", Foundation Press, Nueva York, año 1998, pág. 3.

En la teoría del mercado eficiente los precios de las acciones reflejan toda la información existente incluida la “privada”, de forma que el precio es equivalente a su valor intrínseco. De esta forma el precio y el valor de la acción se convierten en sinónimos. Esto produce la finalidad del mercado de capitales que es que los recursos excedentarios de los ahorradores, se canalice hacia el financiamiento de la empresa, generando riqueza para el conjunto de la sociedad¹⁸.

Por lo cual, la intervención pública debe estar destinada a garantizar la disposición de todos aquellos conocimientos relevantes y necesarios para que la formación de los precios sea adecuada y los individuos puedan invertir siguiendo criterios de razonabilidad.

(ii).- las razones políticas: la justificación parte de la asunción de que el mercado constituye un valor público a proteger al repercutir directamente en el bienestar de los administrados. Su eficacia y su adecuado desarrollo incide directamente en la economía nacional y por ende en todos los ciudadanos, inversores o no, de ahí que el poder público asuma necesariamente un papel central en el mismo, principalmente como garante y árbitro.

Junto a este interés público, se puede identificar otro directamente relacionado con el primero, la protección del inversor y más concretamente la confianza del inversor¹⁹. Sea este pequeño inversor (consumidor financiero) o sea gran inversor (profesional con habitualidad en las operaciones).

El poder público no puede hacer diferencias entre inversores, ya que la regulación debe estar destinada al inversor ordinario (*ordinary investor*) en general, que es el objeto principal de atención.

De lo expuesto, queda claro que el problema de la regulación pública se presenta, cuando las razones políticas sirven como justificante para que los gobiernos de turno, las utilicen como factor de intervención con la finalidad de entorpecer, perjudicar y finalmente eliminar a aquel sujeto regulado que es visualizado como enemigo.

Desde ya que esto constituye un actuar anómalo de la administración, que destruye el sistema de libertad económica; la seguridad jurídica, el desarrollo empresario y de protección pública del ahorro, función esencial de la CNV en el mercado de capitales.

¹⁸ Ver: Keane, S. “*Stock market efficiency*”, Philip Allan Publishers Limited, Oxford, año 1983, pág. 21.

¹⁹ Page, A. C., y Ferguson, R. B. “*Investor protection*”, Weidenfeld and Nicolson, London, año 1992, pág. 32 dice: “El hecho de que en todos los países desarrollados, la regulación destinada a la protección de los inversores se ha visto como un elemento necesario para la salud del sistema financiero”.

Para que esto no se produzca, el modelo de regulación pública sobre nuestro mercado de capitales debe ser el llamado modelo de supervisión neutral²⁰, aplicado por las administraciones independientes - *Independent Regulatory Commissions*-²¹.

¿Qué quiere decir esto?, qué hay sectores económicos que no pueden ser autorregulación, por lo cual es necesario la intervención administrativa en la economía, pero bajo parámetros de neutralidad política, objetividad y profesionalidad²².

La *Securities and Exchange Comisión* ("SEC") es una típica - *Independent Regulatory Commissions*-. y se caracterizan por poseer facultades normativas (dictar reglas de conductas); quasi-ejecutivas (autorizaciones) y sancionatorias (aplicar multas y otras sanciones), marco legal, por cierto, similar al que brinda la Ley N° 17.811 a nuestra CNV.

Los países que pudieron separar el funcionamiento de los organismos de supervisión del mercado de capitales, de las cuestiones políticas conyunturales de los gobiernos, han logrado desarrollar mercados sólidos, competitivos y transparentes, pero más allá de eso, han ido generando con el paso del tiempo, una cultura en el ahorrador, respecto que volcar sus excedentes de ahorro a esos mercados es la mejor alternativa de inversión que tienen, por las razones apuntadas.

Si quienes regulan el mercado de capitales de Argentina, aceptaran que deben volver a ser neutrales respecto de los gobiernos de turno, lograría primeramente dar un marco cierto de seguridad jurídica, y ello traería como consecuencia reglas estables y previsibles para el empresario, el cual ante esa situación, arriesgaría e invertiría, y esto produciría un círculo virtuoso que permitiría el crecimiento de la economía a tasas superiores a las actuales y no solamente por los buenos precios de los *commodities*; el aumento del empleo, la suba de la recaudación impositiva, etc., pero asistimos a una cultura de lo momentáneo, sin posibilidad alguna de pensar más allá de la coyuntura diaria.

La regulación como mecanismo de coerción:

²⁰ Ver: Belando Garín, Beatriz: "La protección pública del inversor en el mercado de valores", Ed. Thomson-Civitas, España, año 2004, pág. 84.

²¹ Sala Arquer, J. M. "El Estado neutral. Contribución al estudio de las administraciones independientes", REDA, N° 42, año 1992, págs. 401-422; Betancor Rodríguez, A. "Las administraciones independientes", Ed. Tecnos, Madrid, año 1994, pág. 81; Parejo Alfonso, L. "La potestad normativa de las llamadas administraciones independientes: Apuntes para el estudio del fenómeno", en "Administración Instrumental", homenaje a Clavero Arévalo, Civitas, Madrid, año 1994, págs. 635 y ss.

²² Belando Garín, Beatriz, obra, cit, pág. 87.

Partiendo de la base que la Ley N° 22.315, al fijar las competencias y atribución de la Inspección General de Justicia, estableció que tendría funciones de fiscalización sobre las sociedades por acciones²³, excepto las sometidas al control de la CNV²⁴. La Ley N° 22.169, modificando la superposición de controles establecidos en el art. 304 de la LSC, dispuso la competencia exclusiva de la CNV sobre todas las sociedades por acciones que hagan oferta pública de valores negociables, excluyendo el caso de constitución, ya que todos los otros actos posteriores aprobados por la CNV se inscriben automáticamente en la IGJ o el RPC donde esté inscripta la sociedad. De esta manera el poder de policía societario en las sociedades abiertas, es función de la CNV.

El poder de policía societario, puede definirse como el sistema mediante el cual el Estado (CNV) desenvuelve actividades de limitación frente a expresiones societarias con la finalidad de preservar la existencia de bienes considerados comunes²⁵.

La fiscalización societaria tiene una finalidad para la CNV, y que consiste en observar el cumplimiento de las normas legales y reglamentarias por parte de los sujetos fiscalizados, pero le es vedado la consideración de la oportunidad, mérito o conveniencia de la decisión de societaria. O sea, la fiscalización, importa un control de legalidad sobre la actuación del ente²⁶.

La constatación de incumplimiento a las normas legales y reglamentarias, faculta a la CNV a la instrucción de sumario administrativo sancionador contra la sociedad posiblemente infractora²⁷. A partir de allí se abre un proceso sumarial, donde el administrado goza de las garantías del debido proceso (o debido proceso adjetivo) de conformidad con el procedimiento que establece la LOP. El resultado puede ser solo de dos formar: 1.- la absolución del sumariado o 2.- la sanción del sumariado, las cuales tienen diferentes rangos²⁸, en función de los hechos constatados.

Sin embargo, al igual que el art. 6°, inc. f) de la Ley N° 22.315, la CNV, se encuentra autorizada a *“declarar irregular e ineficaz a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización cuando sean contrarios a la ley, a*

²³ Conf. Art. 3°, Ley N° 22.315.

²⁴ Conf. art. 7°, Ley N° 22.315.

²⁵ Conf. Eduardo M. Favier Dubois (pater) y Eduardo M. Favier Dubois (h) en: www.fabierduboisspagnolo.com

²⁶ Daniel E. Maljar, “El derecho administrativo sancionador”, Ed. Ad-Hoc, año 2004, págs. 51 y ss.

²⁷ Conf. art. 12, de la LOP (mod. por art. 39 del Decreto N° 677/01)

²⁸ Conf. art. 10, de la LOP (mod. por art. 39 del Decreto N° 677/01), pueden ser: (i).- apercibimiento; (ii).- multa; (iii).- Inhabilitación; (iv).- suspensión y (v).- prohibición para efectuar oferta pública.

*las reglamentaciones dictadas por la CNV, al estatuto o el reglamento*²⁹ de conformidad a lo preceptuado por el inc. h) del art. 6º de la LOP (mod. por el art. 39 del Decreto N° 677/01).

En uso de esas facultades, la CNV por Resolución N° 16.222 (“la Resolución”) de fecha 19-11-2009, declaró irregular e ineficaz a los efectos administrativos los actos adoptados por el Directorio de PP, en las reuniones que se habían celebrado el 4-11-2009 convocadas para las 11:45 y 12hs., respectivamente, por no haber acreditado la confección de las respectivas actas en debida forma y su transcripción en el libro correspondiente.

Conforme indica la Resolución, el día 5-11-2009, PP informó por la Autopista de la Información Financiera (“AIF”) y cómo hecho relevante que en la reunión de Directorio celebrada el día 4-11-2009 (11:45hs.), el Directorio había aceptado la renuncia de un Director titular y tres suplentes, así como otras cuestiones tratadas conforme el orden del día. Asimismo, ese mismo día, pero a las 12hs., estaba convocada otra reunión de Directorio, para tratar el balance trimestral cerrado al 30-9-2009.

El día 6-11-2009, la CNV se constituyó en la sede social de PP a los efectos de verificar los libros societarios y contables, inspección que se extendió hasta el 10-11-2009, en donde constató la falta de transcripción al libro de actas de directorio de las dos actas que debían dar cuenta de las reuniones del 4-11-2009 a las 11:45 hs. y 12 hs., respectivamente y sus deliberaciones y decisiones.

Ante estas omisiones, y con fundamento legal en el art. 73 de la Ley N° 19.550 (“LSC”); 6, 10, 12, 14 y 19 de la Ley N° 17.811 (“LOP”) y art. 1º Ley N° 22.169, dictó la Resolución, con el alcance indicado.

Notificada PP de la mencionada decisión administrativa, interpuso recurso de apelación ante la Cámara Nacional en lo Comercial, en el cual planteo la nulidad absoluta de la Resolución y en subsidio formuló agravios a su contenido. Practicado el sorteo de estilo recayó decidir en la Sala “C”. Escuchado el Ministerio Público Fiscal, conforme corresponde en los recursos interpuestos por las sociedades que hacen oferta pública, la mencionada Sala, dictó Sentencia (“la Sentencia”) con fecha 24-6-2010, en la cual declaró la nulidad de la Resolución, con expresa imposición de costas a las CNV.

Las declaraciones de irregularidad e ineficacia a los efectos administrativos que puede dictar la CNV, importan un acto administrativo que se exterioriza por una Resolución, que se hace pública, por el cual la CNV

²⁹ Conf. art. 6º, inc. h) de la LOP (mod. por art. 39 del Decreto N° 677/01).

decide que por los vicios (irregularidades) que contiene el acto realizado por el sujeto administrado, carece de validez (ineficacia) para ese organismo.

Entendemos que la CNV puede según sea el caso, desdoblar su facultad y declarar irregular y/o ineficaz un acto realizado por un sujeto controlado, según sean las circunstancias particulares bajo análisis. Fundamos esto, en el precedente Nougés Hnos. S.A.³⁰, donde la CNV solo declaró irregular la asamblea celebrada el día 29-11-1996, por impedir el ejercicio de los derechos sociales del accionista Ignacio Nougés y de los accionistas por él representados. Sin embargo, no declarando su ineficacia.

La declaración de irregularidad e ineficacia, debe ser siempre el resultado de una investigación, la cual puede nacer de oficio, o por pedido de parte, vía denuncia a la CNV, siendo imprescindible se exterioricen los concretos perjuicios que la decisión tomada por el sujeto fiscalizado, haya irrogado.

La Sentencia introduce un elemento de valor que consideramos sustancial, a los efectos de determinar el procedimiento que debe llevar a cabo la CNV cuando realiza un acto administrativo que importa la declaración de irregularidad e ineficacia, aspecto no previsto en la LOP, ni en las reglamentaciones de la CNV. A ese respecto, la Sentencia hace especial hincapié, y es seguramente, el eje por donde discurre la resolución del caso, respecto a la necesidad que la CNV respete el debido proceso adjetivo al momento de tramitar un expediente, donde se concluya con una medida como aplicada a PP, cuestión a la que adherimos plenamente.

En el mismo rango de las declaraciones de irregularidad e ineficacia, se encuentra la "advertencia", medida preparatoria, por la cual la CNV señala al sujeto administrado su apartamiento a la conducta debida, pero medida no constituye una sanción y se le exige a la sociedad advertida la transcripción en el libro de actas de directorio de la sociedad de la Resolución dictada por la CNV. La cual no tiene previsto recurso judicial directo, sino el recurso de reconsideración ante la misma CNV y en su caso el de alzada.

En ambos casos estamos respecto de la medida en sí misma, dentro de una facultad reglada, pero en cuanto al procedimiento para llegar a su instrumentación, ante una facultad discrecional, toda vez que no existe un determinado camino crítico que establezca la forma en la que debe proceder la CNV, aspecto que la Sentencia enmarca en el otorgamiento de las garantías del debido proceso para el administrado y en la aplicación juntamente con la LOP, de las disposiciones contenidas por la LSC y la jurisprudencia y doctrina

³⁰ Resolución N° 12.052 de la CNV en el caso "Nougés Hnos. S.A. s/ asamblea 29-11-96 - 20-12-96, publicada en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el día 5-1-1998.

aplicables, solución que consideramos de trascendencia sobre todo a futuro, por el precedente jurisprudencia que se sienta.

La Sentencia destaca, por un lado la premura en la actuación de la CNV, por el otro las contradicciones entre los dictaminantes. Aunque esto último podría ser entendido como la libre apreciación de los hechos y el derecho aplicable, en personas de distintos pensamientos, frente a un mismo caso, debiendo quedar aclarado, que los dictámenes producidos por las distintas áreas de la CNV, no son vinculantes para el Directorio de ese organismo, y que solo causan estado sus decisiones.

Pero claro, es inevitable pensar al comprobar el grado de hostigamiento que en forma periódica se informa en los medios de comunicación que sufren los accionistas y administradores de PP, así como el padecido por el anterior presidente del Directorio de la CNV ante su reticencia a perseguir injustificadamente a PP, que el apresuramiento en dictaminar; la no posibilidad de permitir a PP dar respuestas fundadas vía una vista y el equivocado encuadre legal de la situación, hacen presumir la existencia de insoportables presiones políticas, que han terminado por desacreditar a un importante organismo público y dar por tierra con lo que antes de ahora hemos definido como regulación neutral.

Decimos que el encuadre legal fue erróneo, porque la situación debió corregirse solicitando por medio de una vista a PP explicaciones sobre el retraso en la transcripción de las actas y por haber informado un hecho relevante por la AIF que no estaba aún perfeccionado, y posteriormente, en función de sus respuestas y elemento probatorios, solicitarle que no repita la situación su sus respuestas eran fundadas y probadas, o en caso contrario, aplicarle una advertencia.

Descartamos la instrucción de sumario, porque los hechos carecen de envergadura, para la iniciación de una medida instructoria. La advertencia, cumple en casos como el *sub-examine*, la función de herramienta de persuasión al sujeto fiscalizado, para que adecue su conducta a lo que corresponde.

La Sentencia bajo comentario, define una cuestión que no es menor, y que reside en establecer si es o no apelable la Resolución de la CNV. Lo primero que hay que decir al respecto -y que es correctamente recogido por la Sentencia- es que el dictado de la Resolución, de alcance definitivo, importa la finalización de la actividad jurisdiccional de la CNV -asimilable a un tribunal de primera instancia-, y que en el caso de causar un gravamen, requiere de control judicial suficiente.

Asimismo, se abre camino en la jurisprudencia de la Cámara Nacional en lo Comercial, la idea que todos los actos administrativos definitivos de la CNV deben tener recurso judicial directo, aún cuando ello no sea previsto por la LOP, como es el caso de la sanción sumarial de apercibimiento [conf. inc. a) del art. 10 de la LOP, mod. por el Dto. 677/01], situación que se ha verificado en los recientes precedentes jurisprudenciales³¹.

Conclusiones:

Todo lo expuesto, nos permite señalar que:

- 1.- La primacía de la libertad en la economía está estrechamente vinculada al respeto por la iniciativa privada como generadora de la riqueza y a la libre concurrencia³².
- 2.- Las empresas en el régimen de oferta pública son depositarias del ahorro público y como tal requiere que el organismo de regulación pública tutele los intereses que le han sido encomendados por el Estado en el ejercicio de sus funciones exclusivas e indelegables y no el del gobierno de turno.
- 3.- Los países que han podido desarrollar sus mercados de capitales generando beneficios para las empresas y los ahorradores al mismo tiempo, lo han hecho vía la construcción de organismos regulatorios públicos neutrales;
- 4.- La actuación de la CNV sobre sus sujetos fiscalizados, cuando existan facultades regladas o discrecionales, nunca puede violentar, ni suprimir las garantías del debido proceso adjetivo.
- 5.- Las decisiones administrativas que causen estado, deben tener revisión de autoridad jurisdiccional, aún cuando ello no esté previsto especialmente en una norma legal, como forma de evitar la arbitrariedad.
- 6.- La CNV es un organismo de control de legalidad, que no puede ser utilizado a los efectos de dirimir conflictos de intereses entre los accionistas de una sociedad en el régimen de oferta pública.
- 7.- Las declaraciones de irregularidad e ineficacia que dicte la CNV, deben estar debidamente fundadas, y no ser una mera decisión voluntarista en ejercicio de las atribuciones que la ley le confiere.

³¹ CNCom., Sala "C" *in re*: Comisión Nacional de Valores c/ Equity Trust Company (Arg) S.A. s/ verificación contable s/ queja" 22-2-2008; Sala "B" *in re*: "Comisión Nacional de Valores c/ Carranza, Hugo Marcelo y otros s/ queja", 12-10-2006.

³² Conf. Pío XII, en mensajes: *Con Sempre* 26 y 27; *Al'occasione* 6 y 8, *Avec une égale sollicitude* 6; La *solemità* 14, 16 y 17; Juan XXIII en MM 51, 52, 55, 57 y 58. Concilio Vaticano II en GS. Pablo VI en PP 31. Juan Pablo II en *Redemptor hominis* 16 y más recientemente en SRS 15.