

Los Remates Extrajudiciales de Valores Negociables (no admitidos al régimen de oferta pública) y la regulación de la Comisión Nacional de Valores.

Por Hernán López Mazzeo

Publicado en ED, [235] - (03/12/2009, nro 12.394) 2009.

Índice

- I- Introducción.
- II- Las Facultades Regulatorias de la CNV.
- III- La normativa de la CNV y del Mercado de Valores aplicable a los remates extrajudiciales de valores negociables no admitidos al régimen de la oferta pública.
- IV- Los problemas de legalidad de la RG 435 y de la Circular n° 3492 del Mercado de Valores.
- V- Crítica particular a la RG 435 y a la Circular n° 3492 del Mercado de Valores
- VI- Los Remates Extrajudiciales son Ofertas Públicas de Venta de Valores.
- VII- Conclusiones.

El propósito de este trabajo es demostrar cómo la actual regulación de la CNV y del Mercado de Valores se apartan de los principios que informan el derecho del mercado de capitales y el régimen comercial común en materia de subastas públicas, estableciendo procedimientos, ámbitos de negociación y responsabilidades de excepción. También, proponemos una nueva categorización de estas operaciones por las Normas¹ en función de sus características reales y de los fines que persiguen, así como los términos en que, a nuestro criterio, podrían ser reguladas hoy día.

I- Introducción.

¹ Normas de la Comisión Nacional de Valores Nuevo Texto 2001 (Texto Aprobado por Res. Gral. 559).

1- Nuestra legislación comercial establece un recurso muy eficaz para el cobro de deudas al facultar a cierto tipo de acreedores a ejecutar las garantías de sus créditos en procesos extrajudiciales. Las ventajas que estos procesos suponen para el acreedor en términos de costos y rapidez de ejecución son notorias². En el caso de las prendas comerciales con desplazamiento constituidas conforme al artículo 580 del Código de Comercio,³ el acreedor prendario tiene un derecho real que no solo le reconoce el privilegio de cobrar con preferencia a los otros acreedores del deudor, sino que lo faculta para retener la cosa prendada mientras el deudor no pague la deuda con sus intereses y expensas⁴, para proceder a la venta de los objetos prendados prescindiendo del trámite judicial, e, inclusive, para pactar un modo especial de enajenación⁵. Tal es el poder jurídico que la ley confiere a estos acreedores prendarios que son ellos mismos quienes proceden a la venta del bien pignorado, sin necesidad de intervención judicial y sin más requisitos a cumplir que el remate público y su anuncio con diez días de anticipación; tampoco se requiere una citación especial del deudor ejecutado, pues basta con el anuncio general del remate. Son pocos los acreedores que en nuestro derecho cuentan con garantías y seguridades tan fuertes como las citadas⁶.

2- Pero cuando este derecho real de prenda tiene por asiento valores negociables, las prerrogativas de venta en público remate invaden el ámbito de aplicación de la legislación de oferta pública de valores que regula la Ley 17.811 (la "LOP"). La Comisión Nacional de Valores (la "CNV") así lo entendió, y se

² Nos referimos a los acreedores de prendas civiles (art. 3224 del Código Civil), de prendas comerciales con desplazamiento (art. 580 del Código de Comercio) y a los tenedores de certificados de warrants (art. 17 Ley 9643).

³ Art. 580 del Código de Comercio "el contrato de prenda comercial es aquel por el cual el deudor o un tercero a su nombre, entrega al acreedor una cosa mueble, en seguridad y garantía de una operación crediticia".

⁴ Arts. 3229 y 3224 Cód. Civil.

⁵ Dice el primer párrafo del Artículo 585 del Código de Comercio "*En defecto de pago al vencimiento, y cuando no se hubiere pactado un modo especial de enajenación, el acreedor podrá proceder a la venta de las cosas tenidas en prenda en remate, debidamente anunciado con diez días de anticipación*".

⁶ Zavala Rodríguez, Código de Comercio comentado, Ed. Depalma 1967, t.III, págs., 143 y ss.

adjudicó competencia para intervenir en estas operaciones al considerarlas alcanzadas por el artículo 16 de dicha ley⁷.

II- Las Facultades Regulatorias de la CNV.

3- El artículo 6° de la LOP⁸ es claro al establecer que todas las operaciones que se manifiestan mediante oferta pública están sometidas a un procedimiento de control administrativo por parte de la CNV, cuya finalidad es la tutela de los inversores. Esta tutela no debe –ni puede- confundirse con el aseguramiento de una rentabilidad del valor negociable objeto de inversión, sino que se concreta en el control de legalidad que permite tanto por vía informativa como por vía del control de mercado, la decisión fundada del inversor y el control de las operaciones que realicen⁹.

4- Como sabemos la CNV es la repartición estatal que ejerce el poder de policía con relación a la oferta pública y a la negociación de los valores negociables emitidos por las sociedades privadas. Investida de tal autoridad, la CNV esta facultada para desempeñar (entre otras) las funciones regulatorias¹⁰ y de fiscalización que sirven al cometido de custodiar la actividad de quienes formulan ofrecimientos de dichos valores y de aquellos que concurren a tal actividad¹¹. Dicho poder de policía “...remite a la potestad de intervención en la esfera jurídico-patrimonial de los particulares y encuentra fundamento, extensión y límite en el interés público perseguido...”¹², que no es otro que el desarrollo del mercado de capitales local y la protección del público inversor. Es por ello que

⁷ Nos referimos a la propia Resolución General N° 435/2003 de la Comisión Nacional de Valores (B.O. 21-1-03)

⁸ Texto s/ Anexo Decreto P.E.N. N° 677, de fecha 22 de mayo de 2001, publicado en el B. O. N° 29.656, de fecha 28 de mayo de 2001, p. 3. “...La COMISION NACIONAL DE VALORES tiene las siguientes funciones a) Autorizar la oferta pública de títulos valores”.

⁹ Véase Cachón Blanco, J, “Las Ofertas Públicas de Venta de Valores Negociables”, Dykinson S.L. 1997, pág. 18 ss.

¹⁰ Ver CS, noviembre 19-1981. Banco de Río Negro y Neuquén, S.A. c Resolución 432 del BCRA. Estas facultades regulatorias tienen sustento normativo en los artículos 14, y 75, inc. 18, de la Constitución Nacional -ya que se trata del ordenamiento de la actividad crediticia que se satisface en el ámbito del mercado de capitales.

¹¹ C.N. de Ap. en lo Com., Sala B; “H. Koch y Cía. “ del 6/4/74

¹² Dictamen del Procurador del Tesoro N° 286/2004 del 13/07/2004 en Dictámenes 250:66.

las regulaciones que emite la CNV constituyen, en definitiva, un orden eminentemente coactivo, restrictivo de ciertos derechos patrimoniales particulares, que apuntan a permitir el ejercicio de los derechos de los demás participantes del mercado. Una de las notas características del poder de policía es que su ejercicio está sujeto a determinadas condiciones, a saber: a) respeto de los principios y normas constitucionales, b) la necesidad de la existencia de una ley formal que dé sustento suficiente a ese ejercicio, c) razonabilidad, y d) respeto del ámbito jurisdiccional, de modo que la Nación no invada lo que es competencia de las provincias ni éstas lo de aquélla¹³.

5- Así, la LOP faculta a la CNV a dictar las normas *“...a las cuales deben ajustarse las personas físicas o jurídicas que, en cualquier carácter, intervoengan en la oferta pública...”*¹⁴, conforme a los criterios de política regulatoria que considere convenientes a ese momento. En efecto, las Normas están ligadas a un contexto económico y financiero determinado, y la conveniencia o no de mantener ciertas regulaciones a lo largo del tiempo, o la conveniencia de su aplicación a un caso concreto, estará dentro de la orbita del ejercicio de las facultades discrecionales de ese ente autárquico, y cuya valoración ha sido generalmente considerada ajena a la competencia judicial¹⁵. A su vez, la LOP facultó a la CNV a asignar, o delegar, el ejercicio efectivo de este poder de policía estatal a las bolsas de comercio y a los mercados de valores adheridos para que éstos dicten sus normas generales, verifiquen su cumplimiento, emitan autorizaciones y apliquen sanciones a los actores que participan en sus respectivos ámbitos. Esta delegación de potestades estatales es la denominada autorregulación.

6- Las subastas públicas de valores negociables son ventas al mejor postor, en las cuales participan un indeterminado número de personas interesadas en adquirir dichos valores, previamente convocadas mediante la publicidad de los

¹³ Escola, Héctor, “El interés público, como fundamento del derecho administrativo”, Depalma, Buenos Aires, 1989, ps. 183 y ss., citado en el Dictamen del Procurador del Tesoro N° 286/2004 del 13/07/2004 en Dictámenes 250:66.

¹⁴ Artículo 7° Ley 17.811.

¹⁵ CS, noviembre 19-1981. Fallo citado. Dictamen del Procurador General de la Nac.

términos y condiciones de la subasta y de los valores objeto de la misma. Se tratan de verdaderas ofertas públicas de venta, genuinas operaciones del mercado primario que, como describimos en los párrafos siguientes, son susceptibles de regulación y fiscalización por parte de la CNV.

7- De estas consideraciones concluimos que la CNV sí está facultada para regular y fiscalizar, aplicando para ello la normativa de valores a estos actos, y aún para resolver en forma particular una determinada transacción. Todo ello, por supuesto, en la medida que en las cuestiones a regular exista un interés público concreto y en tanto dichas nuevas regulaciones respeten el marco institucional de la LOP. Asimismo, en atención al requisito de razonabilidad apuntado arriba, estas regulaciones deberán constituir un adecuado equilibrio y proporción entre los motivos y los fines resultantes de la LOP y los medios puestos en juego para alcanzarlos, de modo que éstos no aparezcan como desvinculados con las circunstancias que los motivan¹⁶.

III- La normativa de la CNV aplicable a los remates extrajudiciales de valores negociables no admitidos al régimen de la oferta pública.

8- Con una ubicación sistemática que más adelante comentamos, los artículos 3° a 6° del Capítulo XVII de las Normas -reformulados por la RG 435- establecen los requisitos a ser cumplidos por los intermediarios que realicen este tipo de remates (Agentes o Sociedades de Bolsa), los cuales son autorizados, realizados y liquidados por las entidades autoreguladas¹⁷

¹⁶ Ver Fallos 317:1525

¹⁷ En lo que aquí nos interesa, el Artículo 4° de la RG 435 dice "...cuando se trate de valores negociables sin oferta pública autorizada, y la entidad autorregulada correspondiente no posea la documentación ola misma se encuentre desactualizada, el intermediario que tenga a su cargo el remate deberá acreditar haber presentado a la entidad autorregulada la siguiente documentación, que quedará a disposición de los interesados en esa entidad autorregulada y en las oficinas del intermediario: a) Estatuto social y sus reformas, b) Instrumentos en los que conste la designación de los directores, síndicos y consejeros, en su caso, con constancia de inscripción registral, c) últimos estados contables aprobados por la sociedad, dictaminados por contador público independiente, y d) detalle de origen de los valores negociables. Cuando no sea posible obtener la documentación antes referida, esa imposibilidad deberá ser incluida en los avisos a publicarse, y deberá acreditarse mediante declaración unilateral y bajo la responsabilidad del ejecutante, en la que deberá constar que dicha información fue efectivamente solicitada

habilitadas por la CNV. De esta manera la CNV aplica la RG 435 y, en el ámbito del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (el “Merval”) y en ejercicio de las arriba citadas facultades de autorregulación, la Circular Merval n° 3492 de fecha 12.12.02¹⁸ (la “Circular”).

9- Brevemente: los promotores de estos remates -acreedores prendarios- contratan los servicios de dichos intermediarios para que por cuenta de aquellos soliciten autorización al mercado autorregulado elegido -p.ej. el Merval- para realizar el remate en cuestión. Dicho mercado es quien autoriza la operación “cuando se efectúe de conformidad con las presentes normas y no existan limitaciones resultantes de leyes especiales”¹⁹, previa presentación de cierta documentación societaria y contable de la emisora de los valores a rematar.

10- Con relación al público a quien se dirige el remate y como instrumento de venta, el artículo 5.1. de la Circular establece que, una vez concedida la autorización por el Merval, el intermediario a cargo del remate deberá publicar avisos ²⁰que consignen la siguiente información:

- a) denominación y domicilio de la sociedad cuyos valores se ofrecen;
- b) especie, cantidad y clase de los valores;
- c) la realización de la subasta con o sin base;

a la sociedad emisora de los valores negociables objeto de remate y que la misma no fue entregada hasta la fecha de dicha declaración unilateral dentro de los CINCO (5) días posteriores a la fecha de la correspondiente solicitud...” Luego, el artículo 5° “...los avisos de remate...deberán contener como mínimo la siguiente información...a) denominación y domicilio de la sociedad cuyos valores negociables se ofrecen, b) especie, cantidad y clase de los valores negociables, c) que la información del Artículo 4° se encuentra a disposición de los interesados en las oficinas del intermediario y de la entidad autorregulada, y que esa información se proporciona en base a los datos en poder de aquel, o que no fue posible obtener dicha información, d) que no existe un mercado público para los valores negociables ofrecidos, e) que los estados contables con dictamen del contador público independiente, se hallan a disposición de los interesados. Caso contrario, deberá incluirse tal circunstancia en los avisos, f) que la Comisión no ha examinado los documentos indicados en los avisos ni emitido opinión en relación con los valores negociables que se ofrecen o el remate al que se refieren los avisos, y g) que, excepto en el caso de los remates por ejecuciones extrajudiciales de garantías constituidas sobre valores negociables, la persona por cuenta de quien se efectúa el remate se hace responsable por la autenticidad de los valores negociables y la demás documentación del Artículo 4° presentada al intermediario...”

¹⁸ Circular Merval n° 3492 de fecha 12.12.02, que en el punto 1. c) autoriza a los Agentes y Sociedades de Bolsa a realizar remates de valores mobiliarios no autorizados a la oferta pública

¹⁹ Punto 1.c) de la Circular Merval n° 3492.

²⁰ Las publicaciones de los avisos deberán efectuarse por dos días en un diario de amplia circulación del lugar del remate y en otro del domicilio de la sociedad (en el caso coinciden), y por única vez en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

- d) la existencia de un mercado público para los valores ofrecidos; y
- e) la persona por cuenta de quien se efectúa el remate se hace responsable por la autenticidad de los valores y de la demás documentación referida a la sociedad emisora (lo que no es aplicable a los casos de ejecuciones de garantías, tal como establece la RG 435).

Además, la Circular establece que las compraventas originadas en estos remates no cuentan con la garantía de liquidación que otorga el Merval.

11- Estos avisos deberán indicar que la información contable y societaria referida se encuentra a disposición de los interesados en las oficinas del intermediario y en la entidad autorregulada, y que esa información se proporciona en base a los datos en poder de aquél, o que la misma no fue posible obtener. Todo lo anterior deberá acreditarse mediante declaración unilateral y bajo la responsabilidad del ejecutante que expresamente indique que dicha información fue efectivamente solicitada a la sociedad emisora de los valores negociables objeto de remate y que la misma no fue entregada a la fecha de dicha declaración unilateral (la que deberá ser realizada dentro de los cinco días posteriores a la fecha de la correspondiente solicitud). La mención de que la CNV no ha examinado los documentos arriba indicados, ni que emite opinión respecto del remate o los valores a ser rematados, deberá también ser incluida en estos avisos.

IV- Los problemas de legalidad de la RG 435 y a la Circular n° 3492 del Mercado de Valores.

12- La RG 435 es una norma de alcance general y su contenido presenta, a nuestro criterio, dos claros problemas que intentaremos desarrollar en los siguientes párrafos: legisla en contra de la propia LOP y se aparta del régimen de subastas públicas descrito en el Código de Comercio.

13- La LOP estableció en su artículo 36 que la facultad de los mercados para autorizar la negociación de valores negociables se limita a aquellos títulos cuya

cotización estuviera autorizada ó que deban realizarse por orden judicial²¹. La norma es clara, las operaciones con valores negociables no autorizados a la oferta pública o que su cotización no estuviere autorizada, deben ser realizadas fuera de las bolsas de comercio y de los respectivos mercados adheridos. Esto es así porque el sistema argentino no permite la realización de ofertas públicas de valores negociables (emitidos por sociedades privadas o de economía mixta) sin la autorización previa por parte de la CNV, ni la negociación de valores que no estuvieran previamente autorizados para cotizar en una bolsa de comercio. La RG 435 no pudo autorizar, entonces, lo que la LOP ya había prohibido, es decir, que intermediarios de las entidades autorreguladas negocien, a través de las ventas en remates públicos, valores negociables que ni cotizan ni fueron previamente autorizados por la CNV. Estas consideraciones se aplican igualmente a la Circular, ya que la capacidad de autorregulación con que la LOP benefició a bolsas de comercio y a los mercados de valores es a los efectos de permitir que dichos mercados dicten las normas que aseguren la realidad de las operaciones que la LOP autoriza. La autorregulación no es una delegación genérica de atribuciones para dictar normas que cada mercado considera conveniente para su operatoria; todo lo contrario, por tratarse del ejercicio del poder de policía estatal, la adecuación de las regulaciones que dictan las bolsas y los mercados a la LOP y al resto de la legislación comercial es rigurosamente ineludible.

14- Tampoco la RG 435 y la Circular constituyen casos de excepción a la aplicación de la normativa de valores. En efecto, la facultad de la CNV para regular y fiscalizar un caso determinado supone también la facultad de dispensar o exceptuar la aplicación de la normativa de valores: mientras las regulaciones se justifican alegando la existencia de intereses públicos concretos, la facultad de exceptuar (o la no aplicación de la regulación a un caso concreto)

²¹ Artículo 36 Ley 17.811 “*Los mercados de valores sólo pueden permitir la negociación de títulos valores cuya cotización hubiese sido autorizada por la bolsa de comercio que integren y las que deban realizarse por orden judicial. Las operaciones sobre títulos valores dispuestas en expedientes judiciales, deben ser efectuadas por un agente de bolsa en el respectivo recinto de operaciones*”.

debería obedecer a que en tales supuestos, si bien existe una apelación al ahorro de un público más o menos extenso, el carácter público de la oferta en cuestión (sea por la cuantía de la emisión o las particularidades de los inversores) no es del todo preciso²². Advertimos al lector que nos referimos a la facultad de la CNV para exceptuar y no a los supuestos de no-sujeción de ciertas operaciones a la LOP, tal como son los casos de títulos valores emitidos por la Nación, las provincias, las municipalidades, los entes autárquicos y las empresas del Estado, como lo describe en su artículo 18°. Nuestro caso, claramente, no cae bajo ninguno de dichos atenuantes, ya que la autorización genérica que la RG 435 y la Circular conceden a los intermediarios para realizar subastas públicas, refiere a operaciones que comportan, lisa y llanamente, ofertas públicas de venta de valores negociables no autorizados a la oferta pública, todo lo cual, reiteramos, fue vedado por la LOP.

15- La segunda de las objeciones que formulamos en este punto a la RG 435 refiere a su apartamiento del régimen comercial general para subastas públicas. La Ley 20.266²³ modificó el Código de Comercio -Capítulo II, De los Rematadores o Martilleros -y reorganizó la actividad de los martilleros y las subastas públicas (sean éstas judiciales o privadas) regulando el procedimiento de los remates públicos y ordenando quienes están facultados para efectuar ventas de cualquier clase de bienes en remates públicos al mejor postor en el territorio de la República Argentina. El artículo 30 de la Ley 20.266 derogó los arts. 113 a 122 del Código de Comercio, y dicha ley, con las modificaciones introducidas a su artículo 1 por la Ley 25.086²⁴, es la norma que rige las subastas y la actividad de los martilleros en el país. Esta regulación detallada de las subastas cobra absoluto sentido por cuanto las mismas son actos de naturaleza

²² La exposición de motivos de la Ley 17.811 (punto 9-, párrafo 2°) hace referencia a la necesidad de evitar el error de incluir en la esfera de esa ley aquellas actividades que “no implique oferta pública”.

²³ Ley 20.266 (B.O. 17/4/73).

²⁴ Ley 25.028 (B.O. 29/12/99).

comercial, tal como lo dispone el artículo 8 inc. 3 del Código de Comercio²⁵, y el procedimiento al cual deben ajustarse los remates y los martilleros que los conducen, también, según lo reglado por la Ley 20.266. Y no existe en esa ni en otra ley referencia a un régimen de excepción para las subastas de valores negociables.

16- Hay, además, otro dato que ayudaría a despejar las dudas respecto a la preeminencia del régimen comercial respecto de la LOP: ésta última entró en vigencia en Enero de 1969 y la reforma al Capítulo II del Código de Comercio casi cuatro años y medio después. La regulación que se implementó respecto de las subastas públicas es lo suficientemente detallada como para concluir que el legislador no consideró necesario establecer un ámbito y un procedimiento de subastas públicas diferenciales para los valores negociables. Por el contrario, todo indica que la intención fue la de establecer un procedimiento y un régimen de responsabilidades único para cualquier tipo de subasta.

17- Entonces, si la Ley 20.266 (mediante la incorporación de sus previsiones al Código de Comercio) estableció un régimen único, ¿cómo podría la CNV regular distinto una materia que ya había sido expresamente legislada por una norma de jerarquía superior?. Nos encontramos, pues, ante una cuestión de competencia (o mejor dicho, de falta de competencia). La regla pacíficamente aceptada para determinar la competencia regulatoria de un ente autárquico, como la CNV, parte del principio según el cual *“ninguna competencia puede existir en el ámbito del derecho administrativo sin una regla de derecho que la regule”*²⁶, de lo que sigue que las reglas concernientes a aquella deban ser interpretadas y aplicadas estrictamente. ¿Y cuál es la norma que autoriza a la CNV a derogar en su ámbito de actuación los artículos del Código de Comercio y reemplazarlas, genéricamente, por la RG 435?, por las razones que apuntamos hasta aquí concluimos que no existe tal regla de derecho. Basta también para ello observar

²⁵ Artículo 8 Cod Comercio *“La ley declara actos de comercio en general...3. Toda operación de cambio, banco, corretaje o remate;...”*

²⁶ Villegas Basavilbaso, Benjamín: Derecho Administrativo, t. II, T.E.A., Buenos aires, 1950, p. 259

que los considerandos de la misma RG 435 solamente realizan una invocación genérica de normas (las facultades otorgadas por el artículo 6° que citamos anteriormente y la definición de oferta pública del artículo 16° de la LOP), para concluir que al alterar el procedimiento y el régimen de responsabilidades que impuso el Código de Comercio en esta materia, la CNV ha actuado excediendo el alcance de la competencia regulatoria conferida por la LOP.

18- Por otra parte, a la falta de competencia administrativa de la CNV para dictar la RG 435 se le agregan los problemas en el contenido que vimos más arriba. En efecto, el objeto de la RG 435, como cualquier otro acto emanado de la administración, debió ser cierto y física y jurídicamente posible (es decir, debió ser de objeto lícito). La imposibilidad jurídica del acto administrativo deviene “...cuando se trata de cosas o de hechos que si bien podrían materialmente existir o realizarse, legalmente ello no es posible”²⁷. Y autorizar a los intermediarios de los mercados autorregulados a realizar subastas de valores negociables no autorizados a la oferta pública, regulando el procedimiento de las mismas, es, como explicamos antes, legalmente, imposible. En definitiva, el objeto de la RG 435, su contenido, no es jurídicamente plausible y ello acarrea, inevitablemente, su nulidad como acto administrativo.

V- Crítica particular a la RG 435 y a la Circular n° 3492 del Mercado de Valores.

19- Decíamos al comienzo de este trabajo que existen otras cuestiones que, desde el punto de vista de los principios que informan a la normativa de valores y al derecho comercial común, son objetables por igual en las normas que aquí comentamos.

20- Tanto la RG 435 como la Circular disponen un limitado (inexistente) control de legalidad al imponer a los intermediarios que ejecutan el remate, el

²⁷ Hutchinson, Tomás “Régimen de procedimientos administrativos”, Buenos Aires, 2002, Ed. Astrea, página 87.

deber de solicitar al emisor y recabar de él cierta documentación, en ausencia de la cual –justificada, por cierto- el inversor deberá basar su decisión de compra en la poca o nula información disponible. Ello no significa más que exceptuar al acreedor prendario que satisface su crédito y promueve el remate de una responsabilidad integral por el contenido de la oferta pública que realiza, dejando únicamente –y en el mejor de los casos- una responsabilidad acotada o menor por la autenticidad de dichos valores y por la documentación que pudo haber recopilado. Recordemos que en estos casos tampoco hay un control de legalidad sobre dichos valores por parte de la CNV, en tanto las Normas la eximen de revisar la documentación indicada en los avisos y de emitir opinión en relación a lo que se ofrece al público.

21- Quien ofrece los valores negociables al mercado es el promotor del remate extrajudicial, un acreedor prendario, y no la sociedad emisora, por lo que valga una primera (y obvia, por cierto) aclaración: El problema de la disponibilidad o no de documentación sobre los valores a rematar radica en que los acreedores prendarios que impulsan estos remates disponen de poca o ninguna información de las respectivas sociedades emisoras y sus valores, y menor acceso aún a las respectivas fuentes. Mientras los deudores prendarios que no pagan se aferran a la cosa prendada, retardando o desplegando una conducta renuente a facilitar información requerida, los acreedores aspiran simplemente cobrar la totalidad de sus acreencias lo antes posible. Este es el punto de partida para apreciar las dificultades de adecuar estos remates extrajudiciales a los requisitos de información exigidos por las Normas de la CNV. Ahora bien, si esas fueron las circunstancias de hecho que motivaron la regulación de excepción que cuestionamos, el carácter tuitivo de la regulación de la CNV se desplazaría del inversor (y el mercado en donde se desarrolla la oferta) al oferente o promotor para amoldarse a sus circunstancias.

22- La doctrina es pacífica en definir al régimen protectivo o tutelar del inversor en el ámbito de la oferta pública como una protección de carácter informativo, la cual disminuye en función de las distintas excepciones que el

regulador dispone con relación a determinadas operaciones o transacciones²⁸. En general, los sistemas de clasificación de excepciones contemplan situaciones que hacen tanto a la oferta como a la demanda en el mercado de capitales: Por el lado de la oferta, las legislaciones apuntan a alivianar o morigerar la carga regulatoria de aquellas ofertas públicas donde existen fuentes informativas alternativas para el inversor, o cuando el riesgo implícito de los valores en cuestión es reducido. Por el lado de la demanda, las excepciones cobran sentido cuando el universo de destinatarios de las ofertas públicas es reducido a inversores profesionales o “institucionales” o aquellas otras entidades profesionales que acceden a un “caudal informativo” que les otorga una capacidad de auto-tutela que convierte en excedentaria aquella información que pudieran obtener por vía del cumplimiento del deber de información contemplado en las respectivas regulaciones en cabeza de los emisores o promotores de la oferta de valores.

23- ¿Cuáles son, entonces, las circunstancias que en estos remates extrajudiciales permitirían simplificar (o anular) el proceso de control de legalidad de la CNV? Adelantamos una respuesta negativa a esta pregunta. En primer término, porque los valores ofrecidos en subastas rara vez permiten un control informativo paralelo ya que no se tratan de valores ni emisores que se encuentran en el régimen de oferta pública y cuyos datos sean del conocimiento del mercado. En segundo lugar, los destinatarios de estas ofertas públicas de venta son todos aquellos que leen los avisos, es decir, el público en general, sin distinguir entre el inversor sofisticado y el “ahorrista individual” –este último, digno de la mayor tutela informativa y a quien el Decreto 677/01 le garantiza el acceso a un conjunto de informaciones fidedignas que permitirán adoptar una decisión de inversión fundada-.

24- Además, el “desplazamiento tuitivo” que señalamos antes (del público inversor al acreedor prendario) presenta tres importantes objeciones: La

²⁸ Sánchez Calero, F, “Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores -Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992” - Editoriales de Derecho Reunidas, S.A. Madrid 1995., págs. 131 y ssgtes.

primera es que dicha solución no se condice con la jurisprudencia en la materia que expresamente descarta la naturaleza y características del emisor como elementos tipificantes de la oferta pública²⁹. La segunda indica que privilegiar las expectativas del acreedor prendario en satisfacer su crédito individual por sobre la integridad de la oferta pública que ello involucra no se alinea con el principio de protección del inversor del derecho de valores³⁰. La tercera es de contenido económico y apunta al agravamiento de los problemas de agencia entre promotores e inversores que existen en cualquier oferta pública inicial de valores, ya que quienes ofrecen los valores negociables desean vender al precio más alto y con el menor riesgo posible de planteos por evicción futuros, por lo que una exoneración de responsabilidad como la que disponen la RG 435 no ayuda a mitigar esta contraposición de intereses.

25- La solución que proponen tanto la RG 435 como la regulación del mercado a las cuestiones de transparencia vinculadas con los remates es, cuanto menos, incompleta: Por un lado, no se involucran ni se responsabilizan a los promotores y a los intermediarios por el contenido de la oferta pública que realizan -como sí sucede en cualquier oferta pública-. Por el otro, los requerimientos de control, eficacia, seguridad y transparencia de los mercados³¹ que informan todas las instituciones y el accionar de los participantes en el mercado de capitales argentino -consagrados definitivamente por el Decreto 677/01- quedan limitados a las tareas de gestión y recopilación de la documentación societaria del emisor que hubiere disponible (y en el caso que ésta existiese, claro está).

²⁹ Fallo de la CS "Small de Bello, Selva A. c. Comisión Nacional de Valores" del octubre 3 de 1985, citado por VILLEGAS, M y KENNY, M. en "Oferta Pública de Valores Negociables: Requisito de Colocación por Oferta Pública: Emisiones Internacional y Contratos de Underwriting", quienes agudamente concluyen que la "...regulación del mercado de capitales no puede depender de las características del sujeto que emite la invitación al público...".

³⁰ Decreto 677/01 Considerando 15° "Que para el desarrollo del mercado de capitales de nuestro país se requieren acciones para el fortalecimiento de los derechos de los inversores y del sistema de información pública disponible..."

³¹ Conf. con Resolución 14.487 CNV y con Cám. Fed. de Ap. de Mendoza en autos "Bolsa de Comercio de San Juan s/verificación" 28-8-95.

26- Por otra parte, si comparamos a la RG 435 con la normativa del Código de Comercio surgen dos cuestiones que bien puede ser consideradas como centrales y que son tratadas en forma notoriamente opuesta por éstas normas de jerarquías distintas: la primera refiere a quiénes son las personas autorizadas para realizar los remates y la segunda se relaciona con el tipo de obligaciones que asumen respecto del bien que se ofrece públicamente a la venta.

27- El artículo 3° de la Ley 20.266³² dispone la matriculación obligatoria de quienes pretendan ejercer la actividad de martillero en la jurisdicción correspondiente. Y quien anuncie o realice remates sin estar matriculado será pasible de una sanción de multa, sin perjuicio de la responsabilidad penal que pudiera corresponder, conforme surge del artículo 23³³. Las agentes y sociedades de bolsa que autoriza la RG 435 y la Circular a realizar subastas públicas extrajudiciales deberían cumplir con estos preceptos, y no solamente con los requisitos que sus normas internas establezcan para el ejercicio de la actividad bursátil, de lo contrario estarían en infracción de la legislación comercial.

28- Respecto de los valores negociables que se ofrecen en venta, el régimen comercial vigente es más que claro: el martillero o rematador se encuentra obligado a comprobar tanto la existencia de los valores negociables en cuestión como de los títulos invocados por quien encarga la realización del remate³⁴ (generalmente, el acreedor prendario o su representante). No hay duda, el Código de Comercio obliga al rematador a verificar que quien encarga la venta pública de los bienes está autorizado legalmente para disponer de los mismos. Y no otra podría ser la solución ya que la garantía de evicción asiste a los adjudicatarios de estos remates, tal como sucede con cualquier adquirente a título oneroso de un bien. Sin embargo, la RG 435 marca una responsabilidad

³² Artículo 3° Ley 20.266 “*Quien pretenda ejercer la actividad de martillero deberá inscribirse en la matrícula correspondiente a la jurisdicción en que hubiera de desempeñarse...*”.

³³ Artículo 23 Ley 20.266 “*Ninguna persona podrá anunciar o realizar remates sin estar matriculados en las condiciones previstas en el artículo 3°*”.

³⁴ Artículo 9 inc. b) Ley 20.266 “*...Son obligaciones de los martilleros...Títulos. b) Comprobar la existencia de los títulos invocados por el legitimado para disponer del bien a rematar...*”

más acotada que el principio general del artículo 2097 del Código Civil al decir que “...g) excepto en el caso de los remates por ejecuciones extrajudiciales de garantías constituidas sobre valores negociables³⁵, la persona por cuenta de quién se efectúa el remate se hace responsable por la autenticidad de los valores negociables y la demás documentación del Artículo 4°”. Nosotros entendemos que la responsabilidad que trae la evicción es una consecuencia natural de la onerosidad de las transacciones que son realizadas en el marco de estos remates extrajudiciales, ya que, en definitiva, las adquisiciones en este ámbito no dejan de ser contratos onerosos. Tal es así que, inclusive, en el caso de los remates judiciales no voluntarios el vendedor (que no sería otro que el deudor ejecutado) responde por evicción por hasta la totalidad del precio pagado³⁶. En nuestra opinión, los promotores de estos remates extrajudiciales deben asumir las responsabilidades que prevé el Código Comercial, es decir responsabilidad por la legalidad de los valores negociables en cuestión, por el cumplimiento de todos los actos inherentes a la existencia de los mismos y su representación como parte del capital social (en el caso de una sociedad comercial), y por la inexistencia de gravámenes sobre los mismos, o de mejores derechos de terceros de los que posee el que vende. Aún más, para el caso que fueran ofrecidos en remate público valores negociables que dieran derecho a una situación de control de la sociedad emisora, entendemos que la garantía por evicción debería incluir el ejercicio efectivo de dicho poder de control.

29- No existirían, entonces, razones válidas para crear un régimen de excepción como el que disponen la RG 435 y la Circular, ni tampoco para omitir la aplicación de los principios comerciales generales en materia de subastas públicas y de compraventa a todos los que participan de ellas.

VI- Los Remates Extrajudiciales son Ofertas Públicas de Venta de Valores.

³⁵ El subrayado nos corresponde.

³⁶ Artículo 2122 Cod Civil “En las ventas forzadas hechas por la autoridad de la justicia, el vendedor no está obligado por la evicción, sino a restituir el precio que produjo la venta”

30- Señalamos anteriormente lo extraño de la ubicación sistemática de los remates extrajudiciales en las Normas de la CNV. En efecto, la RG 435 modificó los artículos 3° a 6° del Capítulo XVII de las Normas, “Oferta Pública Secundaria”, introduciendo los cambios que referimos en el punto III- anterior. Estos remates extrajudiciales bursátiles no guardan relación alguna con el mercado público secundario, ni en sí mismos considerados, ni en su objetivo mediato o inmediato, dado que el propósito de estas operaciones no es la admisión de los valores rematados al régimen de cotización, sino la satisfacción de una garantía real en cabeza del acreedor prendario que los impulsa y que solamente persigue aumentar las posibilidades de venta y de recupero del valor del crédito caído.

31- Inclusive más, por su naturaleza y características bien podría decirse que estos remates son negocios propios del ámbito “privado”, lo cual surge al constatar que: (a) los promotores no están obligados a solicitar a la CNV la evaluación y autorización de la oferta, ya que la venta en remate no persigue el ingreso formal del valor negociable (ni de su emisor) al régimen de oferta pública (b) no existe obligación de producir y proporcionar información periódica al ente regulador, en tanto no es preocupación del regulador ejercer el control de legalidad respecto de los emisores que accedieron al mercado de ahorro público por única vez y en forma compulsiva, como consecuencia de la ejecución de una garantía real por parte de un tercero, y (c) los valores comprados en estos remates tienen poca o muy escasa aptitud de circulación, ya que por lo general, una vez vendido, el papel desaparece en la cartera de inversión de su adquirente ³⁷.

32- Pero en los hechos y al amparo de las normativas señaladas, estos remates se desarrollan como ofertas *ad incertam personam*, verdaderas

³⁷ Ver Apreda, R. Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance, Ed. La Ley, pág. 50 y ssgtes.

operaciones del mercado público primario, en donde se convoca al ahorro público en general. La CNV sostuvo, previo al dictado de la RG 435 y en ocasión de resolver la suspensión de un remate extrajudicial de valores que no había sido debidamente autorizado, que el carácter público de una oferta de valores radica en la pluralidad de sus destinatarios, y no en el posterior número de aceptantes de dicha oferta ("*quibus e populo*")³⁸. La oferta contenida en el remate que se publicita es dirigida a una generalidad de terceros y para que sea eventualmente aceptada por cualquier persona a quien convenga, por lo que al momento de publicitar el remate, la persona del destinatario es indeterminada. Los promotores de las subastas acuden *de facto* a un mercado (el mercado del ahorro disponible) mediante la publicación de avisos, los cuales no solamente incitan la demanda, sino que también permiten (o deberían permitir) una decisión fundamentada -aunque no necesariamente correcta desde el punto de vista económico- por parte del inversor.

VII- Conclusiones.

33- Estos remates extrajudiciales comportan ofrecimientos públicos de venta al mejor postor, operaciones del mercado primario, y por tanto son de competencia de la CNV, quien además de autorizarlas, se encuentra facultada para regular los aspectos vinculados con la oferta pública, y para dispensar o exceptuar la aplicación de la normativa de valores en un caso concreto.

34- Las subastas públicas en sí, no dejan de ser actos eminentemente comerciales que se encuentran reglados por una norma de fondo dictada con posterioridad a la LOP. Así, el mecanismo general de las subastas públicas, los agentes autorizados a realizarlas, sus facultades, deberes y responsabilidades, no pueden ser reformulados por una reglamentación de jerarquía normativa inferior como lo es la RG 435 y la demás regulación del mercado. Menos aún

³⁸ Resolución N° 14.317 de la CNV del 26 de Septiembre de 2002 en el expte. N° 1.042/2002 "Pedido de Investigación s/subasta acciones de HAVANNA"

puede habilitarse como ámbito de realización de las mismas, casi exclusivamente, a las entidades autorreguladas y sus intermediarios sobre las cuales pesa la prohibición -clara e indubitable- del artículo 36 de la LOP. No hasta que una norma de igual jerarquía normativa separe las aguas y así lo establezca.

35- ¿Cuáles serían, entonces, los términos en que deberían ser reguladas éstas operaciones? Pues bien, las circunstancias propias del remate extrajudicial (es decir, la ejecución de una garantía) no impiden que concurren en el inversor que participa de ellas las mismas características que las de un inversor bursátil medio. Este se encuentra expuesto a las mismas dificultades para obtener la información adecuada que le permita elegir bien su inversión, y no ser objeto de engaños, abusos, o de la eventual falta de diligencia de quienes directa o indirectamente, impulsan el remate en cuestión. La protección y tutela de los intereses de los inversores y del mercado financiero en su conjunto justifica por demás que la normativa del mercado público primario se extienda a todas aquellas operaciones afines en las que se pongan de manifiesto intereses jurídicos análogos, aún cuando se desarrollen económicamente al margen del concepto estricto de mercado de valores por tratarse de valores no admitidos al régimen de oferta pública. Y aún cuando la causa del negocio jurídico sea la ejecución de una garantía real. Es interesante aquí transcribir el punto 4- de la exposición de motivos de la Ley 17.811 cuando indica que *"...el proyecto introduce una innovación sustancial en el sistema jurídico argentino sobre esta materia, al precisar el concepto y régimen de la oferta pública de títulos valores, incluyendo las operaciones realizadas fuera de las bolsas de comercio y sin la fiscalización y garantía de los mercados de valores. El régimen estructurado satisface la necesidad de proteger a grandes núcleos de pequeños y medianos inversores, que adquieren títulos valores no cotizados en entidades bursátiles o cuya negociación se realiza fuera de los recintos de dichas instituciones pese a estar autorizados a cotizar..."*

36- Como ejemplo de una de las medidas que hoy día la CNV podría adoptar a efectos de regular estos remates judiciales (en ausencia de una reforma legal que faculte a la CNV a reglamentarlos en forma integral), proponemos restringir el universo de adquirentes a aquellos con capacidad de auto-tutela suficiente para discernir y evaluar los riesgos implícitos de la operación de compra. El artículo 44 del Decreto 677/01³⁹ especialmente habilita a este organismo para establecer requisitos diferenciados para la oferta pública teniendo en cuenta la naturaleza del emisor. Esta es la línea que siguió la CNV al definir a los inversores calificados y permitir solamente a éstos adquirir los valores negociables emitidos por Pymes -Decreto Nro. 1087/93-, fundado en que “...*dado la menor información de que dispondrán los inversores, corresponde que los valores negociados ... sólo sean adquiridos por inversores calificados, teniendo en cuenta que éstos poseen mayor solvencia técnica y patrimonial que les permite efectuar una adecuada evaluación de los riesgos inherentes a la emisión....*”⁴⁰.

37- Disciplinar el mercado público primario es proteger al inversor medio y a sus inversiones, y hace al objetivo de lograr mercados eficientes. La normativa del mercado de capitales no debe ser diseñada con el solo propósito de proteger derechos subjetivos ni para preservar el valor de créditos individuales, sino para crear los mecanismos que orienten los recursos financieros disponibles a aquellas inversiones donde son mejor remunerados y, en consecuencia, para que se produzca una óptima asignación de recursos o excedentes.

³⁹ Artículo 44. Decreto 677/01 – “COMISION NACIONAL DE VALORES. La COMISION NACIONAL DE VALORES será autoridad de aplicación del presente Decreto. Dicho organismo deberá regular la forma en que se efectivizará la información y fiscalización exigidas. A ese fin podrá requerir a los entes sujetos a su jurisdicción la implementación de aquellos mecanismos que estime convenientes para un control más efectivo de las conductas descriptas precedentemente. La COMISION NACIONAL DE VALORES podrá establecer regímenes de información y requisitos para la oferta pública diferenciados teniendo en cuenta: la naturaleza del emisor, la cuantía de la emisión, el número restringido o especiales características de los inversores a los que va dirigida la emisión y, en general, cualquier circunstancia que lo haga aconsejable. Asimismo, podrá exceptuar con carácter general a las pequeñas y medianas empresas de constituir el comité de auditoría previsto en el artículo 15 del presente Decreto”.

⁴⁰ Apartado VI.7 del Capítulo VI de las Normas.