

---

## APUNTES SOBRE LA LEY DE MERCADO DE CAPITALES Y EL PROYECTO DE LEY PRESENTADO EN EL CONGRESO

Ma. Sol BLANCO GRANADA\*

---

Fecha de recepción: 24 de noviembre de 2017

Fecha de aprobación: 8 de diciembre de 2017

### Resumen

El presente trabajo tiene como finalidad evaluar aquellas cuestiones pendientes de resolución en el ámbito del mercado de capitales como consecuencia del dictado de la ley 26.831 y algunas de las modificaciones propuestas por el proyecto de ley presentado en el Congreso en noviembre de 2017. A lo largo del artículo, la autora analizará en forma crítica ciertos aspectos de la ley vigente, que serán dejadas sin efecto de sancionarse el proyecto de ley.

### Palabras clave

Mercado de capitales – Comisión Nación de Valores – reforma legislativa – intervención judicial – intervención administrativa – competencia judicial – fuentes de financiamiento

---

\* Abogada por la Universidad de Buenos Aires (Argentina) con orientación en Derecho Empresarial (2013). Diploma de Honor (UBA). Distinción especial al destacado rendimiento académico (UBA) por encontrarse entre los 15 mejores promedios de su promoción. Docente de la materia Sociedades en la Facultad de Derecho (UBA). Investigadora adscripta a proyectos de investigación por Resolución (CD) 499/10 (UBA). Posgrado de Carrera de Especialización en Derecho Bancario de la Universidad de Buenos Aires (2014-2015), tesis en curso. Co-fundadora y Directora de la Revista En Letra – Derecho Civil y Comercial. Autora y colaboradora en tratados y artículos de doctrina publicados en la Argentina.

## NOTES ON THE LAW OF CAPITAL MARKETS AND THE BILL SENT TO THE CONGRESS

### Abstract

The purpose of this paper is to evaluate the debts pending of resolution in the capital market, as a result of the enactment of law 26,831, and some of the amendments proposed by the bill submitted to the Congress in November 2017. Throughout the article, the author will critically analyze certain modifications introduced by the law in vigor, which shall be left without effect if the bill is enacted.

### Keywords

Capital market – Securities National Commission – legislative reform – judicial intervention – administrative intervention – judicial competence – funding sources

### I. A modo de introducción. Aspectos sobresalientes de la reforma legislativa de 2012

El 29 de noviembre de 2012 fue sancionada la actual ley de mercado de capitales (ley nº 26.831 y en adelante la “LMC”). La sanción de la LMC, fue, en muchos aspectos, un paso necesario hacia la modernización de nuestro mercado de capitales. Otorgó la formalidad necesaria a las necesidades que los agentes del mercado habían identificado y solicitado hace tiempo, pero lo más importante fue que derogó prácticas vetustas que en reiteradas ocasiones dificultaban el acceso al mercado y la práctica dentro de él.

Uno de los cambios más celebrados de la LMC fue su interés en democratizar y facilitar el acceso al mercado. Dicho espíritu se vio reflejado en varios aspectos, tales como: i) la derogación de la “desmutualización”, es decir de la obligación de ser accionista de un mercado para poder ser agente, siguiendo los pasos de la Bolsa de Nueva York (NYSE), la cual había derogado este requisito casi una década antes que la Argentina; ii) en brindar un marco legal que brinde las condiciones necesarias para poner fin a la existencia de diversos mercados compartimentados, tal como señala SARAVIA FRIAS (2016); y iii) la derogación de la exigencia de la “doble autorización” para operar, por parte de la CNV y por parte de cada mercado en el cual el agente deseaba operar, eliminando así la autorregulación de los mercados.

En general, tal como se mencionó, la reforma legislativa era necesaria y fue ampliamente bienvenida por los jugadores financieros. Sin embargo, la LMC ostenta un

sesgo intervencionista que atenta fuertemente contra la seguridad jurídica que el mercado debería otorgar a quienes actúan dentro de él. Ello es así en tanto invistió en cabeza de la Comisión Nacional de Valores (en adelante la “CNV”) ciertas facultades de fiscalización que no solamente fueron incorporadas en total secreto para el público interesado (ya que éstas no se encontraban incluidas en el proyecto de ley enviado por el Poder Ejecutivo Nacional — el “PEN”— al Congreso, ni tampoco fueron tratadas por los legisladores en los debates parlamentarios), sino que, y siendo lo siguiente lo más importante, su sanción implicó la creación de una norma de dudosa constitucionalidad y que atenta contra el principio de división de poderes, al poner en cabeza de un ente autárquico del PEN, facultades y prerrogativas propias del Poder Judicial.

En particular, estamos hablando del artículo 20, inc. a) de la LMC que establece que, cuando como resultado de los relevamientos efectuados, se encontraren vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores sujetos a oferta pública,<sup>1</sup> y según la gravedad del perjuicio que determine, la CNV podrá: a) designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad relevada; y b) separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta (180) días hasta regularizar las deficiencias encontradas. Ello con el aliciente de que la ley no brinda al perjudicado, el derecho de una revisión posterior judicial suficiente (solo cabe una revisión administrativa, e incluso en uno de los casos, dicha revisión es llevada a cabo por uno los sujetos que dictó la norma particular que resolvió, en un primer momento, la intervención).

Sin perjuicio de ello, hay otros aspectos cuestionables de la ley, y que también serán analizados en el presente trabajo: 1) la modificación en las fuentes de financiamiento de la CNV, lo cual, según se analizará, podría generar en varias oportunidades conflictos de interés y parcialidad a la hora de hacer uso de sus facultades sancionatorias; 2) la modificación del fuero judicial competente, pasando del fuero comercial (el cual tiene amplio conocimiento y experiencia en los asuntos del mercado de capitales) al fuero contencioso administrativo (totalmente ajeno a las prácticas del mercado); y 3) la facultad de la CNV de declarar irregulares e ineficaces los actos sometidos a su fiscalización, sin necesidad de sumario previo (claramente afectando el derecho de defensa del administrado).

---

<sup>1</sup> El decreto reglamentario de la LMC (Decreto N° 1023/2013) prevé que los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores deben al menos contar con un 2% de capital o de la tenencia total de los títulos valores, según fuere el caso, para poder ser considerados legitimados activos.

No obstante lo anterior, cabe mencionar que el 13 de noviembre de 2017 el PEN presentó ante el Congreso de la Nación el proyecto de Ley de Financiamiento Productivo (el “Proyecto”) el cual modifica sustancialmente la LMC, y el que a su vez su fue trabajado sobre el proyecto de ley presentado también por el PEN en el 2016 (el “Anteproyecto”). Si bien en su momento el Anteproyecto fue visto en forma esperanzadora por el mercado, luego fue olvidado por otros proyectos que ganaron prioridad en la agenda política. El Proyecto, por el contrario, logró obtener media sanción de la Cámara de Diputados<sup>2</sup> en la semana posterior a su presentación al Congreso y se espera que obtenga la aprobación del Senado antes de que finalice el año.

Si bien el presente trabajo no pretende realizar un análisis en detalle de todos los cambios tratados en el Proyecto, abordaremos aquellas que consideramos son las falencias más sobresalientes de la LMC y cómo el Proyecto persigue modificarlas o bien derogarlas.

Planteados estos interrogantes, consideramos que es momento de adentrarnos en detalle al análisis de las temáticas que aquí nos convocan.

## II. El intervencionismo administrativo de la LMC. Un análisis de su artículo 20

Anteriormente hemos mencionado que uno de los aspectos más negativos de la LMC radica en la potestad de carácter intervencionista que el legislador otorgó a la CNV. Hemos dicho que, según las prerrogativas previstas por el art. 20 de la LMC, la CNV podrá: a) designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad relevada; y b) separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta (180) días hasta regularizar las deficiencias encontradas. En cualquiera de los dos casos deberán encontrarse vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios<sup>3</sup> que representen al menos un 2% y/o tenedores de títulos valores sujetos a oferta pública.

---

<sup>2</sup> Al debatir el proyecto de ley, el presidente de la Comisión de Finanzas, Eduardo Amadeo, señaló que el objetivo de la ley es "potenciar el financiamiento de las pymes, lograr el desarrollo de un mercado de capitales moderno y transparente, con más inversores y empresas que busquen financiamiento y proteger a todos los inversores". Fuente de consulta: [https://www.clarin.com/politica/aprueban-nueva-ley-mercado-capitales-ojo-desarrollo-pymes\\_o\\_r1paoPQeM.html](https://www.clarin.com/politica/aprueban-nueva-ley-mercado-capitales-ojo-desarrollo-pymes_o_r1paoPQeM.html), disponible el 24/11/2017.

<sup>3</sup> Se sobrentiende que la figura de la intervención en una sociedad implica un conflicto que aqueja al socio minoritario, ya que si la mayoría de los socios estuvieren en desacuerdo con la forma en que el órgano de administración maneja los negocios sociales, podrían resolver su remoción en una reunión de socios convocada al efecto.

Seguramente, el lector conoce que, con fundamento en el principio de división de poderes, estas potestades fueron históricamente propias del Poder Judicial. Pues bien, en el caso de las sociedades emisoras que actúan dentro del régimen de oferta pública, el legislador decidió modificar este principio y a partir del 2013 (ya que la ley entró en vigencia 30 días después de su sanción) esta potestad pasó a ser parte de las facultades de la CNV, un ente autárquico de carácter administrativo, vinculado en forma indirecta con el PEN, al ser sus autoridades designadas por éste.

Uno podría preguntarse las razones por las cuales el legislador deseó sancionar una norma de este estilo: que es de dudosa constitucionalidad; que representa un exceso de la administración, dejando al arbitrio de un ente administrativo la decisión de intervenir una sociedad —en forma unilateral y sin posibilidad de defensa previa por parte del administrador—; una norma que no fija límites claros y que, en resumidas cuentas atenta contra la seguridad jurídica del mercado y que en consecuencia desincentiva la inversión. En este mismo orden de ideas, TAVARONE (2015) se pregunta: “¿... se legisló pensando en los sujetos que podían ser alcanzados por la ley, o acaso, se buscaba afectar algún caso en particular? Si este último hubiera sido el caso, debe destacarse que legislar para todos pensando sólo en un sujeto (o un número pequeño de sujetos) no es una buena idea”.

Finalmente, y compartiendo plenamente la posición de BARREIRA DELFINO (2013), consideramos que el modelo estatuido por la LMC puede resultar en la perturbación y ahogamiento de las alternativas de financiación, ya que el intervencionismo desalienta la participación de los inversores, atento la incertidumbre que genera este tipo de situaciones.

## II.A. Comparación con la Ley General de Sociedades

Hemos mencionado que la LMC no fija límites claros que regulen el proceso de intervención administrativa o de la designación de veedores. En este punto, resulta imposible no trazar un paralelismo entre el sistema de intervención imperante en el mercado abierto (bajo la LMC) y el régimen de intervención previsto por la Ley General de Sociedades (ley n° 19.550 y en adelante “LGS”) para las sociedades cerradas.

### II.A.1. El régimen de la LGS

Siguiendo a VERÓN (2008: 668) al hablar de intervención en materia societaria, puede decirse que: “la denominación del instituto intervención judicial es de carácter genérico, en el sentido de que la injerencia del Poder Judicial y la interrupción de la vida normal de la sociedad puedan alcanzar distintos niveles o grados de intensidad, según la ponderación que del caso efectúe la autoridad que la disponga”.

La sección XIV de la LGS (arts. 113 a 117) regula los requisitos necesarios para declarar procedente la intervención judicial de las sociedades, teniendo dicho régimen tres pilares fundamentales sobre los que se erige.

El primero de ellos refiere al órgano competente para determinar los casos en los que procede o no la intervención. No quedan dudas de que la LGS, siguiendo un criterio aprobado ampliamente, definió desde un comienzo que dicha medida disruptiva de los negocios sociales, sólo puede ser decidida por un juez en el marco de un proceso judicial, resguardando los derechos de los interesados y asegurando el derecho al debido proceso, mediante una instancia de defensa y previendo la posibilidad de apelación ante la Cámara de Apelaciones en lo Comercial. Ello es así en tanto el legislador, tuvo como finalidad asegurar que en caso de tener que intervenir en la forma en que los particulares organizan sus negocios, lo hiciera en el marco de un proceso legal.

Este requisito también resguarda el principio de separación de poderes, ya que, el exigir la intervención de un juez, impide que el órgano externo de contralor de las sociedades (el Registro Público de Comercio), una entidad autárquica cuyas autoridades máximas son designadas por el PEN (siendo sus funciones en este aspecto muy similares a las de las CNV sobre las sociedades que realizan oferta pública), pueda por sí mismo no sólo ejercer una función de control externa sino también resolver la intervención de las sociedades que controla, sin necesidad de recurrir a un agente externo dentro de un marco judicial.

El segundo pilar bajo el que se organiza el régimen de intervención de la LGS, radica en el criterio restrictivo con el cual se concede su procedencia (art. 114), en tanto la intromisión judicial en la vida societaria tendrá, en la mayoría de los casos, un impacto fuertemente negativo en la conducción de los negocios, como consecuencia del desplazamiento total o parcial de su órgano de administración. Como señala LUCARELLI MOFFO (2013) *“la intervención importa una intromisión en el funcionamiento normal de la sociedad afectada, es algo anormal, aunque necesario. El juez al analizar el pedido del socio requirente, debe tener (...) una sospecha firme de la irregularidad acaecida en el órgano de administración. Si tiene dudas al respecto, aquel criterio debería llevarlo al rechazo de la medida”*.

El tercer pilar del régimen radica en la necesidad de acreditar la existencia del peligro y su gravedad. Ello implica que debe existir un peligro concreto y cuyos efectos negativos no se hayan disipado al momento de intentar la acción, no siendo suficiente alegar un potencial o eventual perjuicio (no comprobable en ese momento) para lograr la intervención. Asimismo, la LGS también prevé como requisitos que el peticionante, antes de

intentar la acción, demuestre que previamente agotó los recursos acordados por el contrato social y que promovió la acción de remoción del órgano de administración (ya que la acción de intervención judicial es accesoria de la acción de remoción y no puede intentarse en forma autónoma).

En cuanto a las formas de intervención, la LGS dispone que la intervención puede consistir en la designación de un mero veedor, de uno o varios coadministradores, o de uno o varios administradores y que en ningún caso el juez podrá asignarles mayores funciones que las otorgadas a los administradores por la LGS o el contrato social. El veedor, como su nombre lo indica, no es parte del órgano de administración, por lo cual no puede tomar ninguna decisión, si no que su función se encuentra limitada a observar la forma en que se conduce el órgano de administración de la sociedad y luego a informar al juez lo que ha visto. El coadministrador, pasa a formar parte activa del órgano de administración, y sin su participación el órgano de administración no puede adoptar resoluciones, pero no desplaza a los miembros del órgano ya designados. Debe trabajar con ellos. La designación de un administrador (o interventor, como suele llamárselo en la práctica), claro está, representa la forma más invasiva y extrema de la intervención judicial, en tanto implica *“una interdicción judicial a la marcha de la sociedad y al funcionamiento de sus órganos de gobierno que resultan provisionalmente suspendidos y reemplazados por un representante del tribunal que actúa en interés de la sociedad y en beneficio de los socios”* (VERÓN, 2008: 685).

Finalmente, y con el fin de disuadir a cualquiera que pudiera intentar obtener la intervención de la sociedad sin una finalidad legítima, la LGS dispone que el peticionante deberá otorgar una contracautela que cubra los perjuicios que la medida pueda causar a la sociedad y las costas causídicas, con el fin de asegurar al afectado un resarcimiento por los daños ocasionados, en caso de que se demostrare que la acción fue infundada. Siguiendo a MUGUILLO (2009), la justicia moderna tiende a requerir el otorgamiento de cautelas reales (mediante la afectación de un bien económico del peticionante o del bien de un tercero que éste ofrezca) por sobre la cautela juratoria, que implica sólo una promesa del peticionante de responder por el potencial perjuicio.

## II.A.2. El régimen de la LMC

En el punto anterior nos hemos abocado a desarrollar las características sobresalientes del proceso de intervención previsto por la LGS, del cual la autora se declara adepta. Hemos visto que dicho instituto: (i) requiere su planteamiento en una instancia judicial y que dicha decisión judicial es susceptible de ser apelada; (ii) es apreciado con criterio restrictivo; (iii) para ser procedente, exige que se demuestre que se han agotado todas los recursos brindados por el contrato social antes de plantear la acción, y que dicha

acción es accesoria de la acción de remoción (es decir que no puede ser interpuesta sin esta última); y (iv) para interponerla, se exige el otorgamiento de una contracautela.

Ha llegado el momento entonces, de que analicemos el régimen de intervención previsto en el art. 20 de la LMC, el cual, ya hemos adelantado, posee varias falencias. De acuerdo a la decisión legislativa del art. 20, la CNV podrá (i) designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad, cuyas disposiciones serán recurribles en única instancia ante el presidente de la CNV; y (ii) separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta (180) días hasta regularizar las deficiencias encontradas, siendo dicha medida recurrible en única instancia ante el Ministro de Economía y Finanzas Públicas.

La primera diferencia que encontramos con el régimen instaurado por la LGS radica en que en un caso hablamos de intervención judicial y en otro caso hablamos de intervención administrativa. Como consecuencia, aquellas sociedades emisoras que se encuentran bajo la órbita de la CNV, podrán ser intervenidas en forma directa por la misma entidad que las regula (la CNV) sin necesidad de involucrar en el proceso, al Poder Judicial. Esto implica una grave afectación al principio de división de poderes y en este sentido se ha expido la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal (en adelante “CNACAF”) en el fallo “Papel Prensa”,<sup>4</sup> el cual será mencionado en detalle más adelante.

No solo el legislador decidió evitar el involucramiento de un juez en esta instancia, sino que pareciera ser que persiguió por todos los medios posibles impedir que el Poder Judicial pueda participar el proceso, ya que incluso al momento de la apelación, la ley prevé que las medidas serán apeladas en única instancia al presidente de la CNV (en el caso de la designación de veedores) y al Ministro de Economía y Finanzas Públicas (en el caso de la separación del órgano de administración).

Siguiendo a CAMERINI (2013), de designarse un veedor en una sociedad emisora bajo el escenario actual, el administrado, frente a la decisión de la CNV, sólo puede interponer un recurso de reconsideración ante el Presidente del Directorio de la CNV, parte integrante del órgano del ente administrativo que dictó el acto. Es decir, que debe recurrirse a uno de los individuos que tomó la decisión que el administrado considera perjudicial, y que ahora

---

<sup>4</sup> CNACAF, Sala IV, “Papel Prensa SACIF y M y otros c/ EN – CNV s/ medida cautelar (autónoma)”, 17/11/2015.



intenta recurrir.<sup>5</sup> Mencionado lo anterior, el lector no puede dejar de observar lo fácil que será determinar el resultado de dicho recurso. Asimismo, no se encuentra en mejor situación el administrado que intente recurrir la decisión de la CNV de separar su órgano de administración, ya que deberá recurrir al Ministro de Economía y Finanzas Públicas, siendo este Ministerio aquél que designa al Directorio de la CNV.

Por otro lado, el régimen de intervención administrativa instaurado por la LMC, atenta directamente contra el derecho a un debido proceso. El administrado puede ser sujeto de una intervención de su órgano de administración sin siquiera tener derecho a ser oído, en tanto la CNV no se encuentra obligada, como hecho previo a dictar la medida, a iniciar un sumario ni a correr traslado al interesado, negándole la interposición de cualquier clase de defensa.

A su vez, la LMC no exige que se deba exigir ningún tipo de contracautela a quien inicia la petición de la intervención, y se aleja del carácter de apreciación restrictiva que la LGS estatuyó para la procedencia de la intervención judicial. De esta manera, la LMC prevé que el peticionante acredite un daño actual y cierto o que se encuentre ante “un riesgo futuro grave” que dañe sus derechos, quedando dicho requisito relegado a demostrar un daño futuro o incluso abstracto. La ambigüedad y vaguedad de la norma en este punto, permite un marco de actuación altamente discrecional a la autoridad de aplicación. En este sentido se expide también BERNACIAK (2014) quien considera “preocupante que la facultad de intervención pueda ejercerse con la mera existencia de una situación de peligro “abstracto” (...) lo cual podría tornarse discrecional y arbitraria por parte de la autoridad reguladora”.

Finalmente, cabe mencionar que la figura de veedor que la LMC ha instaurado representa una contradicción en sí misma, ya que la naturaleza del veedor —tal como su nombre lo indica— es la de observar (sin intervenir), mientras que en el caso, el legislador permite al “veedor” designado, vetar las decisiones del órgano de administración, alejándose completamente de la característica sobresaliente de esta figura.

La justicia ha tenido oportunidad de pronunciarse sobre la aplicación del art. 20 de la LMC. En el caso “Papel Prensa”, que en su momento tomó estado público, la CNACAF

---

<sup>5</sup> BARREIRA DELFINO (2013) tiene una visión más pesimista de la situación, al sostener: “*para colmo de males, la designación de veedores, es una medida recurrible ante al presidente de la CNV, o sea, ante alguien que es de nivel inferior del Directorio, ya que jurídicamente el presidente es una quinta parte (1/5) integrante del Directorio de la CNV, que es quien toma la decisión que se objeta (...)*”.

revocó una sentencia de primera instancia, haciendo lugar a un pedido de medida cautelar planteado por la actora, suspendiendo la intervención de la sociedad decretada por la CNV. Si bien los jueces no se expidieron sobre la constitucionalidad de la norma, con su fallo dejaron sentadas ciertas pautas interpretativas que cuestionan el instituto de la intervención administrativa en la forma en que se encuentra normado en la LMC. Para así entender, la Cámara consideró que “asiste razón a los recurrentes en cuanto el ejercicio de las atribuciones previstas en el art. 20, inc. a, segunda parte, ap. I y II (designación de veedor con derecho a veto de las decisiones de los órganos de administración de la sociedad o la separación de estos últimos), sin previa intervención de su parte, impediría requerir y obtener en tiempo útil el control judicial de aquéllas”. Los magistrados también se pronunciaron sobre el eventual conflicto de poderes que puede surgir en estos casos, al decir: “... sin que ello implique en modo alguno adelantar un pronunciamiento sobre el fondo de la cuestión y de lo que corresponda resolver en la sentencia de mérito, las atribuciones referidas podrían implicar una indebida delegación de facultades que hace a la esencia de la función judicial por parte del Congreso en el Poder Ejecutivo...”.

Una solución similar se dio en el fallo “Szwarc”,<sup>6</sup> el cual tuvo lugar en los meses posteriores a la sanción de la LMC. En el caso, los accionistas minoritarios de una sociedad anónima promovieron acción contra el Estado Nacional y la CNV, a fin de que se declare la inconstitucionalidad del art. 20 inc. a) y otros concordantes de la LMC. A su vez, solicitaron como medida cautelar la suspensión de la aplicación de los citados artículos de la ley de mercado de capitales hasta tanto recayera sentencia definitiva. El caso además ostenta la particularidad de que los actores plantearon el pedido de medida cautelar en el fuero comercial (cuando la LMC declara competente al fuero en lo contencioso administrativo). Si bien el juez de grado se declaró incompetente, considerando que debía entender el fuero contencioso administrativo federal, y atento el peligro que la demora en resolver podría causar a los interesados, la Cámara decretó bajo responsabilidad de la parte actora, la suspensión precautoria provisional del art. 20 inc. a), segunda parte, apartados I y II hasta tanto asumiera plena jurisdicción para el conocimiento del caso y se expida de manera definitiva sobre la presente medida el juez que en definitiva resulte competente.

Haciendo caso de los antecedentes jurisprudenciales, como así de los comentarios del mercado, que eran coincidentes al sostener que la existencia del art. 20, 20 inc. a),

---

<sup>6</sup> CNAC, Sala A, “Szwarc, Rubén Mario y otro c. Estado Nacional y otros s/ medida precautoria”, 12/08/2013.

segunda parte, apartados I y II de la LMC atenta contra el arribo de mayores inversiones y nuevos operadores, el Proyecto elimina estas facultades exorbitantes.

### III. Las fuentes de financiamiento de la CNV

El art. 10 bis de la derogada ley de mercado de capitales (ley n° 17.811) preveía que las sumas ingresadas por el producido de las multas impuestas por la CNV a sus administrados se incorporarían a las arcas del Tesoro Nacional. En consecuencia, la CNV obtenía sus recursos de una partida del presupuesto nacional.

La solución legislativa a la que había arribado el legislador de ese momento, resultaba coherente y eficiente, en tanto se aseguraba que las sumas obtenidas por el cobro de multas ingresaran a las arcas generales del Estado y que desde allí fueran distribuidas anualmente según las necesidades coyunturales de cada organismo o proyecto estatal que lo requiriera. Este lineamiento representa además una práctica standard, no sólo en la administración pública nacional, sino a nivel internacional.

La LMC se apartó de este lineamiento e impuso un régimen que le permite asegurarse que la totalidad de las sumas recaudadas en concepto de multas ingrese en forma directa a las arcas propias de la CNV. Como resultado de ello, gracias a la redacción del actual art. 14, inc. b, la CNV posee su propia fuente de financiamiento, por lo que la mayor o menor medida de sus ingresos dependerá en forma casi exclusiva, de la diligencia de sus funcionarios a la hora de fiscalizar a los agentes que operan bajo su órbita, como así al control que realice de las operaciones que se conciertan dentro de su ámbito de control. Como nota ilustrativa, cabe mencionar que esta “autarquía presupuestaria” que el legislador ha otorgado a la CNV encuentra su antecedente en la Unidad de Información Financiera, a la cual el legislador le otorgó la misma prerrogativa en la norma en la que decidió su creación.

Resulta claramente opinable la nueva decisión legislativa del Congreso, en tanto, como sostiene CAMERINI (2013): “constituye un retroceso (...) que la CNV forme sus recursos con las propias multas que impone, toda vez que permite sospechar que las graduaciones de las multas, obedecerán a las necesidades de caja del organismo, y no a la gravedad de las infracciones constatadas”. La norma en cuestión obstaculiza la imparcialidad del organismo de contralor, y según las necesidades presupuestarias de la CNV, podría incentivar a que se apliquen multas con fines exclusivamente recaudatorios. En especial, si consideramos que las multas que impone la CNV pueden alcanzar la suma de veinte millones pesos (\$

20.000.000),<sup>7</sup> podemos imaginarnos cuan interesado podría llegar a estar dicho organismo en sancionar a sus administrados, e incluso encontrarse tentado a dejar de aplicar sanciones de mayor gravedad (tales como la suspensión o inhabilitación) que fueren más conducentes con la gravedad del ilícito, con tal de incrementar sus recursos.

El Proyecto busca derogar dicha fuente de financiamiento propio de la CNV instaurado por la CNV, y volver al régimen de antaño, lo cual configura un notorio avance para lograr mayor transparencia del mercado y objetividad del ente de contralor.

#### IV. Declaración de actos ineficaces sin necesidad de sumario previo

El art. 19 inc. i de la LMC establece que la CNV podrá declarar irregulares e ineficaces los actos sometidos a su fiscalización, sin sumario previo, cuando sean contrarios a “esta ley, a las demás leyes aplicables, a las reglamentaciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, a los estatutos, a las disposiciones dictadas por entidades y aprobadas por el organismo”.

No puede desconocerse que la declaración de irregularidad o ineficacia de actos en sede administrativa configura una práctica común en nuestro ordenamiento jurídico. Por el contrario, lo que resulta cuestionable en el caso, ha sido la decisión del legislador de otorgar dicha potestad a la CNV sin la necesidad de iniciar un sumario previo. En consecuencia, y tal como se ha mencionado en diversas oportunidades a lo largo de este trabajo, se ven vulnerados los derechos constitucionales de defensa y a tener un debido proceso por parte del administrado, proceso que debiera ser obligatorio por aplicación del art. 1 de la ley 19.549 (ley de procedimiento administrativo).

Pareciera que se tuvo la intención (o si no la tuvo, lo hizo por descuido, lo cual no es menos reprochable) de desproteger al administrado frente al Estado, otorgando a la CNV excesivas facultades y escasas directivas, dando lugar a que si el organismo de contralor lo desea, actúe en forma discrecional con escasos contrapesos que permitan contrarrestar su accionar.

Se espera que, de ser aprobado, el Proyecto deje sin efecto este cambio traído por la LMC en el 2012.

---

<sup>7</sup> Suma que incluso puede ser elevada hasta el quintuplo de dicho monto, si el beneficio obtenido o el perjuicio ocasionado como consecuencia del accionar ilícito resultare mayor al monto de la multa impuesta.

## V. Fuero competente. Efectos de los recursos.

Desde el comienzo de la institucionalización del mercado en la Argentina y hasta el 2013, el fuero competente para resolver los conflictos judiciales que pudieran suscitarse entre la CNV y sus administrados era el fuero comercial. Claramente, dicha decisión resultó natural, ya que ¿qué otro fuero podría encontrarse más capacitado o tener mayores conocimientos en mercado de capitales que aquel que dirime las cuestiones del comerciante y la vida en el comercio desde la sanción de nuestros códigos de fondo? Pues bien, la LMC ha dejado sin efecto este paradigma y se ha decidido que a partir de la reforma legislativa, sea la Cámara en lo Contencioso Administrativo Federal la que resuelva las causas atinentes al mercado de capitales.

Sinceramente, no encontramos ninguna causa que asista razón al legislador para haber optado por tal modificación. No sólo el fuero comercial es aquel especializado en la materia, sino que incluso aunque en un principio no hubiere contado con personal técnico que pudiese atender eficientemente a las causas de mercado de capitales, luego de las largas décadas que se ha ocupado de la materia, claramente hubiera corregido esta deficiencia originaria, en base a la experiencia. En la actualidad, todo el conocimiento adquirido por el fuero comercial en el ámbito de mercado de capitales deviene incensario y abstracto.

Tener que capacitar personal del fuero contencioso administrativo en una nueva materia que tradicionalmente no atendía, y desaprovechar los conocimientos del personal del fuero comercial que posee experiencia en ello, resulta, de mínima, en una clara asignación ineficiente de los recursos con los que cuenta el Poder Judicial. En este aspecto consideramos que la solución más ventajosa era la arribada por el Anteproyecto, en tanto establecía nuevamente que el fuero comercial nacional fuera el competente. El Proyecto por su parte, prevé que la competencia en los conflictos atinentes al mercado de capitales, quede a cargo del fuero comercial federal.

Otra ventaja del Proyecto es que prevé la concesión de los recursos contra la imposición de multas impuestas por la CNV, con efecto suspensivo. La LMC, por el contrario, solo concede este tipo de recursos con efecto devolutivo, por lo cual quien desea apelar una decisión de la CNV debe primero contar con recursos suficientes para pagar la multa impuesta.

## VI. Corolario

Tal como se ha mencionado, en la mayoría de sus aspectos la LMC representó un cambio positivo y una modernización necesaria en el mercado de capitales. Sin perjuicio de ello, algunas de sus modificaciones, en especial aquellas referidas a las facultades y prerrogativas de la CNV, representaron un claro retroceso, en especial si las comparamos con aquellas imperantes bajo el marco de la legislación anterior.

En opinión de la autora, el instituto de la intervención administrativa representa el desacierto más grave de la LMC, ya que no puede decidirse la intervención de una sociedad sin acudir al Poder Judicial, y dejar dicha decisión al arbitrio del organismo de contralor. Ello representa una clara intromisión al principio de división de poderes. Aun así, tal como se ha analizado, este no es el único desacierto de la norma.

En comparación con otros países de la región, la Argentina se ha caracterizado por tener un mercado de capitales reducido, no sólo en lo que refiere a la cantidad de actores que operan en él sino también en el monto de inversiones y en las operaciones que se materializan bajo su órbita. Uno de las finalidades de la LMC, era dotar al mercado de una regulación que resultara lo suficientemente atractiva para los inversores, para que se vieran incentivados a entrar en él. Si bien es cierto que muchas de las medidas adoptadas en la LMC fueron tomadas en ese sentido, aquellas analizadas en este trabajo ilustran una excesiva intervención reguladora del Estado, y en consecuencia desincentivaron tanto la llegada de inversiones como la entrada de nuevos actores al mercado.

La instauración del instituto de la intervención administrativa, junto con la facultad otorgada a la CNV de declarar ineficaces actos sin necesidad de instruir sumarios previos, sumado a la fuente de financiamiento directo que obtiene la CNV de las multas impuestas a los agentes del mercado, han producido el efecto contrario que se tuvo en miras a la hora de sancionar la LMC.

En virtud de lo mencionado anteriormente, vemos con beneplácito el proyecto de reforma presentado por el PEN ante el Congreso el 13 de noviembre de 2017. El proyecto deroga los tan controvertidos apartados I) y II) del inciso a) del art. 20 referidos a la intervención administrativa, volviendo al anterior régimen de intervención judicial, cuyas pautas generales sienta la LGS. El Proyecto también deja sin efecto el cambio de competencia instaurado por la LMC y prevé, como antaño, que los montos provenientes de las multas que imponga la CNV sean transferidos al Tesoro Nacional, en lugar de representar una fuente de financiamiento propio.

Finalmente, el Proyecto también prevé cambios en la ley de obligaciones negociables, en la ley de fondos comunes de inversión, de factura de crédito y de los instrumentos derivados. Si bien estas modificaciones no son analizadas en el presente trabajo, las mencionamos con el objetivo de ilustrar al lector la forma en la cual el Proyecto busca reformar otros marcos normativos de importancia para el desarrollo del mercado y terminar aquello que la LMC comenzó, con el fin de lograr que el mercado de capitales resulte lo suficientemente atractivo para el ingreso de nuevos jugadores.

Esperamos que el Proyecto sea sancionado y entre en vigencia con celeridad, y que no suceda la mismo que con su antecesor, el Anteproyecto, que si bien fue presentado con energía y espíritu de cambio, prontamente fue relegado su tratamiento a favor de otros proyectos.

### Bibliografía

BARREIRA DELFINO, E. (2013) “Nueva estructura del mercado de capitales”, *Revista de Derecho Bancario y Financiero*, N° 9, cita online: IJ-LXVII-594.

BERNACIAK, S. (2014) “Reforma de la Ley de Mercado de Capitales. Facultades de intervención de la CNV en la administración societaria”, *Revista Argentina de Derecho Comercial y de los Negocios*, N° 10, cita online: IJ-LXXII-468.

CAMERINI, M. (2013) “Apuntes sobre las inconsistencias de la nueva ley de Mercado de Capitales N° 26.831”, *Revista de Derecho Bancario y Financiero*, N° 9, cita online: IJ-LXVII-579.

LUCARELLI MOFFO, R. (2013) “La intervención societaria por el Estado. Recursos preexistentes a la nueva ley de mercado de capitales”, VII Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Buenos Aires.

MUGUILLO, R. (2009) *Conflictos societarios*. Buenos Aires, Astrea.

SARAVIA FRÍAS, B. (2016) “El mercado de capitales argentino: una nueva oportunidad”, *La Ley*, cita online: AR/DOC/3101/2016

TAVARONE, M. (2015) “La Ley de Mercado de Capitales y la intervención de sociedades por la Comisión Nacional de Valores”, *La Ley*, cita online: AR/DOC/4281/2015.

VERÓN, A. (2008) *Tratado de las Sociedad Anónimas*, t. IV. Buenos Aires, La Ley.