

La oferta pública de valores fiduciarios y el artículo 18 de la Ley 17.811(*)

Por Mario O. Kenny, Nicolás Malumíán y Gastón Fossati

A partir de la existencia de varios fideicomisos con fiduciarios que califican como entes públicos o cuyos fondos son aplicados a la actividad estatal, el objeto del presente es compartir nuestro análisis sobre la caracterización como valores negociables públicos de los valores fiduciarios en base a dos posibles criterios: (i) según sea su emisor una entidad pública o privada, o (ii) según el destino de los fondos, esto es, un emprendimiento privado o el financiamiento de la actividad estatal. La relevancia del punto se manifiesta en que si se decidiera que nos encontramos frente a valores negociables que encuadran como “públicos” en los términos del artículo 18 de la ley 17.811 no se requeriría la autorización de la Comisión Nacional de Valores (en adelante “CNV”) para hacer oferta pública de los mismos.

Comenzaremos con un comentario relativo a los valores fiduciarios y la autorización de oferta pública, para luego pasar al punto bajo examen, las posibles posturas frente al mismo y la solución de la CNV, finalizando con nuestra opinión sobre el tema.

I. Valores Fiduciarios

Los certificados de participación en la propiedad fiduciaria y los títulos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos, conocidos como “valores fiduciarios”, fueron creados por la Ley 24.441¹ como las dos modalidades de incorporación de los derechos de los beneficiarios bajo los fideicomisos financieros. El segundo párrafo del artículo 19 de la citada ley establece que “*serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública*”. Refiriéndose a la posibilidad de oferta pública de los valores fiduciarios, Paolantonio expresa que la norma “*tiene simplemente un valor ejemplificativo. Bastaba para llegar a esa conclusión la lectura de la ley 17.811, que es la normativa general en materia de oferta pública de títulos valores*”².

En virtud de lo dicho es importante realizar algunas consideraciones en torno a la figura del fideicomiso financiero³. En este sentido, cabe mencionar que el artículo 19 de la ley que se comenta define al fideicomiso financiero como aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios

(*) Artículo publicado en la Revista El Derecho del 22 de abril de 2003.

¹ Publicada en BO el 9/01/1995.

² Martín E. Paolantonio, *Fondos Comunes de Inversión, Mercado Financiero y Mercado de Capitales. Securitización o Titulización (Separata de Actualización a mayo de 1995, Ley 24.441)*, Depalma, Buenos Aires, 1994, pág. 31. Idem Mario O. Kenny, *Titulización y Fideicomiso Financiero*, Errepar, Buenos Aires, 2002, pág. 112.

³ Para un desarrollo en detalle del tema nos remitimos a Nicolás Malumíán, Adrián G. Diplotti y Pablo Gutiérrez, *Fideicomiso y Securitización: Análisis Legal, Fiscal y Contable*, La Ley, Diciembre de 2001 y Mario O. Kenny, ob. cit. en nota 3.

son los titulares de los certificados de participación en la propiedad fiduciaria o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos.

A partir de lo dicho se destaca que la existencia de de los valores fiduciarios es, junto con la calidad de fiduciario financiero del fiduciario, característica definitoria del fideicomiso financiero. Esto se refleja no sólo en la definición citada más arriba sino también en el artículo 20 de la ley que dispone que el contrato de fideicomiso financiero deberá necesariamente contener las condiciones de emisión de los valores fiduciarios.

Los valores fiduciarios que se emitan como valores de deuda fiduciaria otorgarán un derecho al reintegro del valor nominal del valor negociable y, en su caso, al pago de un interés determinado en las condiciones de emisión. La renta podrá determinarse en base a una tasa fija o flotante.

Los valores fiduciarios que emita el fiduciario como certificados de participación otorgarán un derecho a participar en forma total o parcial del patrimonio fideicomitado, luego de restados todos los gastos deducibles y/u otras afectaciones que se efectúen de acuerdo a los términos del contrato, en la proporción de su participación en conjunto con los demás certificados de participación, sujeto en su caso ese derecho de cobro al orden de prelación prevista si hubiera valores fiduciarios de distinto tipo o clase.

Los certificados de participación sólo pueden ser emitidos por el fiduciario. En cambio, los valores de deuda fiduciaria podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Sin embargo, en la práctica, por razones fiscales en casi la totalidad de los casos el emisor ha sido el fiduciario. Esto es así pues el Fisco ha opinado, a partir de la interpretación literal del artículo 83 de la Ley 24.441, que sólo en el caso de títulos de deuda emitidos por el fiduciario se aplican ciertos beneficios impositivos tales como la exención del Impuesto a las Ganancias⁴.

La Ley 24.441 aclara que pueden emitirse diversas clases de certificados de participación con derechos diferentes, pero dentro de cada clase se debe otorgar los mismos derechos. Asimismo, la emisión puede dividirse en series, en relación con las cuales cabe destacar que no existe una prohibición similar a la contenida en el artículo 2 de la Ley 23.576 de Obligaciones Negociables que limita la emisión de nuevas series en la medida en que no se hayan suscripto totalmente las anteriores⁵.

La combinación final entre distintas clases de valores de deuda y/o certificados de participación permite la creación de valores "a medida" para los diferentes demandantes de fondos en el mercado de capitales posibilitando una mejor colocación de aquéllos a partir del diseño de la salida de fondos generada por el fideicomiso (denominado *waterfall* – “*cascada*” - en la jerga financiera internacional).

⁴ Dictamen de la DGI N° 11/97 (DAT).

⁵ El artículo 2 in fine de la Ley 23.576 y su modificatoria de Obligaciones Negociables establece que: "no pueden emitirse nuevas series de la misma clase mientras las anteriores no estén totalmente suscriptas".

Cabe mencionar que la ley 24.441 no aclara expresamente que pueden emitirse distintas clases de valores de deuda, como sí lo hace respecto de los certificados de participación. Esto se debe a que no existirían dudas al respecto a partir de la modificación del Código Civil introducida por el artículo 76 de la Ley 24.441 que agrega como último párrafo del artículo 3876 del citado Código el siguiente: "*Puede convenirse la postergación de los derechos del acreedor hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor*". Esta postergación del derecho de ciertos acreedores involucra la posibilidad de emitir deuda preferida en relación con otro endeudamiento (denominada deuda *senior*) y deuda subordinada. Vale decir, crear diferentes tipos de valores de deuda que otorguen diferentes derechos e impliquen diferentes niveles de riesgo y remuneración.

El art. 16 de la ley 24.441 establece que "*Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos*". Por lo tanto, el fiduciario emite los valores fiduciarios sin afectar su patrimonio, salvo que expresamente otorgue una garantía y, en tal caso, en la medida de la misma.

Por otra parte, la emisión de los valores fiduciarios forma parte del encargo fiduciario: el fiduciario no resuelve ni efectiviza la emisión de los valores fiduciarios en función de un interés propio, sino por cuenta y en interés de terceros. La emisión, y en su caso la obtención y mantenimiento de las autorizaciones de oferta pública y cotización, forma parte del plexo de obligaciones del fiduciario en el fideicomiso financiero público.⁶

Volveremos más adelante sobre los datos señalados – no afectación del patrimonio del fiduciario por las obligaciones del fideicomiso, emisión y colocación de los valores fiduciarios por cuenta y en interés ajenos -, que hacen a la esencia del fideicomiso financiero, los que deben ser considerados para el análisis del tema que se comenta.

II. Oferta pública de valores públicos

La Ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores, Bolsas o Mercados de Comercio y Mercados de Valores regula, entre otros aspectos, la oferta pública de valores negociables, las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones como un subtipo societario⁷, la organización y funcionamiento de las instituciones del mercado de capitales, la actuación de los agentes y sociedades de bolsas y demás intervinientes en el mercado. Finalmente, la ley contiene disposiciones que hacen a la *carta orgánica* de la Comisión Nacional de Valores como superintendente del mercado de capitales.

⁶ Entendemos por *fideicomiso financiero público* aquel cuyos valores fiduciarios son o han sido objeto de una colocación por oferta pública.

⁷ A partir del DL 677/01, que incorporó a la Ley 17.811 el Capítulo VIII, artículos 63 a 77, se impone una regulación diferenciada para ese subtipo, respecto de las normas generales contenidas en la Ley 19.550 de Sociedades Comerciales.

En lo referente a la oferta pública de valores negociables, la regla general es la necesidad de contar con la previa autorización de la CNV para realizar la misma (arg. arts. 6 inc. a), 10, 16, 19 y conc.). Reforzando este marco normativo el artículo 36 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (decreto DL 677/01) dispone que *“toda persona física o jurídica que intervenga en la oferta pública de valores negociables ... sin contar con la autorización pertinente de la Comisión Nacional de Valores ... será sancionada de conformidad con lo establecido en el artículo 10 de la Ley 17.811 y modificatorias”*.

Sin perjuicio de lo dicho, en lo referente a entes públicos el artículo 18 de la Ley 17.811 establece que *“la oferta pública de títulos valores emitidos por la Nación, las provincias, las municipalidades, los entes autárquicos y las empresas del Estado, no está comprendida en esta ley, sin perjuicio de las facultades del Banco Central de la República Argentina, en ejercicio de sus funciones de regulador de la moneda y del crédito. Se considera oferta pública sujeta a las disposiciones de esta ley, la negociación de títulos valores citados cuando la misma se lleva a cabo por una persona física o jurídica privada, en los términos que se establecen en el artículo 16”*.

En otras palabras, conforme a una interpretación literal de la ley la competencia de la CNV en materia de autorización de oferta pública abarca solamente a los valores negociables privados – es decir, aquellos cuya emisión no resulta de normas de derecho público – ejerciendo sobre ellos, y sus emisores, un control de legalidad. En esta línea, tal como afirma la exposición de motivos de la Ley 17.811 la solicitud de autorización de la CNV no resulta *“procedente en los casos que el emisor sea el Gobierno, que queda sometido a las normas de derecho público pertinentes”* incluyendo lo dicho a cualquier ente público autárquico previsto en el citado artículo 18.

III. Entidades públicas como fiduciarios

Cabe destacar que al momento de la sanción de la Ley 17.811 nuestra legislación no contemplaba el fideicomiso, entendido tal como un negocio de gestión en interés ajeno sobre un patrimonio autónomo⁸.

De manera que en materia de emisión de títulos el legislador del año 1968 no consideró la posibilidad de que los entes públicos pudieran emitir valores que afectaran o dieran nacimiento a un patrimonio privado o, lo que es lo mismo, que tuvieran como destino financiar a particulares. Entonces, dado que con anterioridad a la ley 24.441 una emisión de títulos valores – hoy, *valores negociables* – era siempre un acto – privado o público, según la naturaleza del emisor – realizado en interés propio y con impacto en el propio patrimonio del ente⁹, era criterio suficiente atender a la naturaleza del sujeto emisor para

⁸ El Código Civil – antes de la vigencia de la Ley 24.441 – trataba muy sucintamente el fideicomiso en el artículo 2662. La parquedad de la regulación generó distintas posiciones en la doctrina acerca del alcance de la figura, pero era opinión mayoritaria que ese fideicomiso no generaba un patrimonio separado. La inseguridad jurídica consiguiente impidió que la figura fuera de general aceptación en la vida negocial.

⁹ Los entes públicos sólo podían emitir títulos contra su propio patrimonio y para los fines determinados en sus cartas orgánicas o en la legislación administrativa en general. Adicionalmente, los títulos emitidos por

considerar que se estaba en presencia de un título público, a efectos de excluirlo de la competencia de la CNV en materia de oferta pública primaria. Exclusión, por otra parte, que se funda en el hecho de que la ley presume irrazonable y redundante que se controle la legalidad de la emisión y oferta de valores públicos por parte del Estado, las municipalidades y otros entes públicos, las que se rigen – como bien dice la exposición de motivos de la Ley 17.811 – por las normas de derecho público pertinentes¹⁰. En este sentido, la ley 17.811 sólo controla actividades de los privados.

En contraste con la situación descripta vigente en el año 1968, en la actualidad, a partir de la sanción de la ley 24.441, existe la posibilidad legal de que un ente público emita valores negociables cuyo producido sea utilizado en un negocio privado sin finalidad pública alguna, o la situación exactamente inversa: que un fiduciario privado emita valores cuyo producido se destine al financiamiento del Estado. Lo dicho lleva a la necesidad de reconsiderar la interpretación del artículo 18 de la Ley 17.811 a la luz de las nuevas normas comentadas.

Al respecto se ha dicho que *“las leyes no pueden ser interpretadas históricamente, porque por naturaleza tienen una visión de futuro, y están predestinadas a recoger y regir hechos posteriores a su sanción”*¹¹. Esto obliga a considerar el impacto de normativas posteriores, como es el caso de la ley de fideicomiso y la consecuente posibilidad de emitir valores por cuenta y en interés de terceros.

El caso que se analiza es el de un fiduciario que califica como entidad autárquica o pública – un banco estatal - pero los fondos emergentes de los valores fiduciarios que se emitirán serán aplicados a un negocio privado, y su fuente de pago será un patrimonio privado ajeno a la entidad pública emisora. Asimismo, el negocio es enmarcado dentro de las normas del derecho privado, los inversores y beneficiarios resultan personas privadas, el gerenciamiento corresponde a una entidad particular, y el fiduciario no garantiza directa ni indirectamente con su patrimonio los pagos¹².

IV. La competencia de la CNV

Comenzaremos por comentar la solución de la CNV consistente en determinar su competencia para autorizar la oferta pública en base a la naturaleza del emisor, para luego

un ente público sólo podían ser pagados con fondos públicos, es decir, con el patrimonio y/o bienes de dominio público del Estado o de una entidad autárquica.

¹⁰ *“Dado el carácter de las funciones de la Comisión Nacional de Valores en materia de oferta pública – control de legalidad – no resulta procedente la inclusión, en este aspecto, de los títulos emitidos por el Gobierno. La emisión de los mismos queda sometida a las normas de derecho público pertinentes”.*

¹¹ Corte Suprema de Justicia de la Nación, Fallos 241.291.

¹² Se trata del Fideicomiso Financiero FAID 2007, del que es fiduciario Banco Ciudad, constituido para canalizar una inversión de riesgo en la actividad de siembra en campos de terceros, y la comercialización de los productos agrícolas así obtenidos. El prospecto resumido se encuentra publicado en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en su edición del 25 de febrero de 2003.

comentar el criterio que propugnamos basado en la finalidad de la emisión (o en la aplicación de los fondos).

La CNV consideró que por ser el emisor un ente público autárquico no era competente en la autorización de los valores fiduciarios, al estar encuadrada la situación en el artículo 18 de la Ley 17.811. En tal sentido se evaluó que:

(a) el fiduciario es titular de los bienes del fideicomiso que se afectarán a la emisión, pues el dominio fiduciario es un dominio imperfecto contemplado por el Código Civil;

(b) el legislador del año 2001 dictó el decreto 677, que reformó y actualizó las normas sobre oferta pública y mercado de capitales en general, luego de sancionada la ley 24.441 sin introducir distingo alguno con respecto al artículo 18 de la ley 17.811; de lo dicho se deduciría que el legislador no deseó innovar en el tema;

(c) no corresponde distinguir donde la ley no lo hace;

(d) el control de la CNV es un control de legalidad y no de oportunidad, mérito o conveniencia, esto es, sólo se debe analizar la adecuación al ordenamiento jurídico y no la utilidad o provecho de la oferta pública;

(e) la CNV debe actuar en base al Derecho vigente y no puede hacerlo en base al Derecho que entiende sería más conveniente;

(f) la competencia de los entes públicos como la CNV, a diferencia de la capacidad de las personas físicas o jurídicas de derecho privado, no se presume, debiendo surgir expresamente de la ley.

Entendemos que debemos comenzar por exponer los puntos en común con la opinión precedente. En primer lugar compartimos plenamente que la CNV debe actuar en base al derecho vigente sin apartarse del mismo; que su control es de legalidad y no de oportunidad, mérito o conveniencia; y que su competencia debe surgir de la ley. Adicionalmente, si bien como toda regla hermeneútica adolece de cierta vaguedad e imprecisión, debemos reconocer que no corresponde al intérprete distinguir donde la ley no lo hace. Pero es justamente en este punto que cabría preguntar si no hubiera correspondido tomar un criterio diferente. Esto es, preguntarnos si efectivamente la ley no permite distinguir diversas situaciones frente al artículo 18 de la ley 17.811. Para responder a este interrogante debemos apuntar al principal argumento: que el emisor del fideicomiso es el “titular” de los bienes.

El fiduciario emisor es “titular” con un carácter diferente al de la propiedad plena; sólo lo es para cumplir un fin determinado que puede ser un emprendimiento privado o un

negocio público, siempre en interés de terceros¹³. Entendemos que el artículo 18 se refiere a la oferta de valores públicos, es decir aquellos cuyo producido se aplica a fines públicos o, como dice la Exposición de Motivos de la Ley 17.811, aquellos en cuya emisión o colocación concurren normas de derecho público.

El argumento relativo a la falta de modificación del artículo 18 de la Ley 17.811 en ocasión del decreto ley 677/01 debe ser analizado más profundamente. Esta norma, denominada “Ley de Transparencia”, fue sancionada por medio de los poderes especiales otorgados al Poder Ejecutivo Nacional por la Ley 25.414, los que le habilitaban a sancionar normas destinadas a desregular y aumentar la transparencia del mercado de capitales local, con el más amplio objetivo de mejorar la competitividad de la economía Argentina¹⁴. El DL 677/01 no apuntó a una reforma integral de la Ley 17.811 y, por otra parte, el artículo 18 de ésta no hace a la desregulación del mercado, ni a su transparencia. De manera que su intangibilidad luego de esa reforma legal no trasunta ningún criterio legislativo en particular, ni puede utilizarse como pauta de interpretación.

En definitiva, la CNV realiza una interpretación literal de la disposición en estudio. La Corte Suprema de Justicia ha dicho desde antiguo que “*Por encima de lo que las leyes*

¹³ Los caracteres especiales de la propiedad fiduciaria son los siguientes: (a) El fiduciario ejerce el derecho de propiedad en interés y en beneficio de terceros (ley, artículo 1º). La titularidad que ejerce es meramente instrumental, por lo que la cesación o desaparición del fiduciario no implica igual suerte para el fideicomiso, que continuará a través de un nuevo fiduciario (ley, artículo 10). (b) Ese derecho de propiedad está sometido a plazo o a condición, con algunas excepciones. c) Salvo disposición en contrario, los frutos de los bienes fideicomitidos corresponden al beneficiario; si bien integran el patrimonio fideicomitado, el fiduciario está obligado a entregarlos al beneficiario (conf. art. 15 in fine). (d) El fiduciario puede realizar actos de disposición y constitución de gravámenes, conforme a la finalidad del fideicomiso, a menos que en el contrato se hubiera pactado el previo consentimiento del fiduciante o del beneficiario (ley, artículo 17). Otra limitación, anterior a la ley 24.441 y cuya supervivencia no se justifica, surge del artículo 2841 del Código Civil, que prohíbe al fiduciario dar las cosas fideicomitidas en usufructo, prohibición que se extiende a los derechos reales de uso y habitación (conf. art. 2849 del mismo Código). (e) La transferencia que el fiduciario haga de los bienes fideicomitidos – salvo el caso de una nueva transferencia fiduciaria – implicará para el adquirente la adquisición de una propiedad plena (excepción al principio establecido en el artículo 3270 del Código Civil, según el cual una persona no puede transmitir un derecho mejor del que tenía, conforme al párrafo agregado en el artículo 2670 del Código Civil por la misma Ley 24.441). (f) En principio, el fiduciario no puede usar los bienes fideicomitidos para sí, salvo en la medida que sea necesario para el ejercicio de su función.

¹⁴ Más precisamente, se invocan como fundamento normativo del dictado del mencionado decreto, las disposiciones del artículo 1, inciso I (“Materias determinadas de su ámbito de administración”), apartado d), que delega en aquel órgano la atribución de desregular y mejorar el funcionamiento y la transparencia del mercado de capitales, garantizando el debido control del sector, y del artículo 1, inciso II (“Emergencia pública”), apartado e), que lo autoriza a dar continuidad a la desregulación económica derogando o modificando normas de rango legislativo de orden nacional sólo en caso de que perjudiquen la competitividad de la economía, “exceptuando expresa e integralmente toda derogación, modificación y suspensión de la Ley de Convertibilidad N° 23.928, de los Códigos Civil, de Minería y de Comercio o en materia penal, tributaria, laboral del sector público y privado, salud, previsional, de las asignaciones familiares, la Ley Marco Regulatorio del Empleo Público (N° 25.164) y la Ley N° 25.344 de Emergencia Pública, en lo referido al pago de la deuda previsional con Bonos Bocón III, contenidos en el artículo 13 de la mencionada Ley.”

*parecen decir literalmente, es propio de la interpretación indagar lo que ellas dicen jurídicamente, es decir, en conexión con las demás normas que integran el ordenamiento general del país. En esta indagación no cabe prescindir de las palabras de la ley, pero tampoco atenerse rigurosamente a ellas, cuando la interpretación razonable y sistemática así lo requiere”*¹⁵

V. Las consecuencias prácticas de la interpretación restrictiva de la Comisión Nacional de Valores

El criterio basado en la naturaleza del emisor para determinar si el valor negociable que emite requiere o no de autorización para su oferta pública no constituye una interpretación razonable ni sistemática, pues contradice la finalidad tuitiva de la Ley 17.811. En efecto, la interpretación literal del artículo 18 de dicha ley, en el caso que nos ocupa, impide el control de legalidad por parte de la entidad estatal especializada respecto de valores fiduciarios que, si bien son emitidos por una entidad pública, son colocados en el mercado persiguiendo un interés privado, y para financiar a particulares.

La fragilidad del criterio basado en la naturaleza del emisor se evidencia si se analizara el mismo negocio, con los mismos bienes, emitiendo los mismos títulos, y con el mismo fiduciario y administrador, pero se decidiera la participación de un co-fiduciario emisor que fuera un ente privado. En tal caso, siguiendo el criterio del emisor se debería solicitar la autorización para hacer la oferta pública de los títulos sin perjuicio de no haber existido ningún cambio en la sustancia. Por el contrario, si un fiduciario que no calificara como entidad pública emitiera valores fiduciarios con fin de aplicarlos a una actividad regida por normas de derecho público no debería ser sometida al trámite de autorización de oferta pública. Debe tenerse presente que no nos referimos aquí a un fideicomiso para la compra de valores públicos (lo que constituiría una mera inversión) sino a un fideicomiso que tiene por objeto financiar la actividad estatal.

El criterio adoptado por la CNV conlleva la posibilidad de que un mismo negocio quede dentro o fuera de su órbita de control a partir de la elección del emisor. Esto implicaría una distorsión inaceptable en la regulación del mercado de capitales, que debería regirse por criterios de peso.

Adicionalmente, la falta del control inherente al régimen de oferta pública de los valores fiduciarios podría redundar en una mayor dificultad para la colocación de aquéllos en el mercado. Por ejemplo, el artículo 74 inciso ñ) de la Ley 24.241 exige, a efectos de que los valores fiduciarios emitidos con relación a un “fondo de inversión directa” puedan ser adquiridos por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, que tales valores cuenten con “*oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores*”. Por otra parte, la falta de autorización de oferta pública, a consecuencia de la pretendida falta de competencia de la CNV sobre la colocación primaria de valores fiduciarios emitidos por entidades fiduciarias públicas, hace dudosa la aplicabilidad de los supuestos

¹⁵ Fallos 241:277; 244:129, entre otros.

de responsabilidad establecidos en los artículos 19 (publicidad o difusión por parte de la emisora en una colocación de valores negociables), y 35 (información del prospecto) del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (DL 677/01). Desde otro punto de vista, se podría pensar en organizadores o fiduciantes que elijan fiduciarios *públicos* sólo para evitar la autoridad de la CNV.

VI. Corolario

Entendemos que en la interpretación y aplicación de las leyes, como principio general, es deseable hacer prevalecer la sustancia por sobre la forma, de manera de respetar su finalidad, y buscando siempre un resultado que sea razonable y congruente con todo el ordenamiento jurídico.

En ese sentido, consideramos que el criterio restrictivo mostrado por la Comisión Nacional de Valores en la interpretación del artículo 18 de la Ley 17.811 conduce a un resultado disvalioso si se considera la finalidad de dicha ley.

En conclusión, a partir del análisis realizado en el presente, sería deseable que el citado artículo 18 sea interpretado en línea con su finalidad y se incluya en su órbita sólo a la oferta pública de valores – cualquiera fuere su naturaleza - cuya emisión sea consecuencia de la aplicación de normas del derecho administrativo y cuyo producido se aplique al financiamiento del Estado o de sus actividades de derecho público, comprendiendo en ese término lato a los estados nacional y provincial, municipalidades, o entes autárquicos que no cumplan actividades empresarias,-, sin importar si su emisor es una entidad pública o privada.