

## **¿ES LEGÍTIMO Y CONVENIENTE AUTORIZAR LA COMPRA DE SUS ACCIONES POR LA SOCIEDAD Y ADECUADA SU REGULACIÓN?**

*Carlos S. Odriozola*

### **Ponencia.**

(i) Debe mantenerse el derecho de la sociedad de adquirir sus propias acciones en el supuesto de excepcionalidad descrito en el art. 220, pto.2 LS, respetando la voluntad societaria con el debido resguardo del derecho de los accionistas minoritarios afirmado en la transitoriedad de la adquisición, el derecho de preferencia y la posibilidad del ejercicio de las acciones impugnatorias y de responsabilidad.

(ii) Debe interpretarse la obligación de enajenar las acciones adquiridas, en un sentido amplio, más allá de la simple venta, y abarcando cualquier forma de transferencia onerosa de dominio.

(iii) Debe proponerse, en una reforma futura:

a) Que la decisión de compra -dispuesta por el directorio- requiera, con los efectos de la condición suspensiva, la aprobación de la asamblea ordinaria en un plazo improrrogable y sea ésta quien decida la posterior enajenación.

b) Que se establezca la improrrogabilidad del plazo para la enajenación de las acciones y sea la asamblea quien dentro de dicho plazo establezca las condiciones de la misma.

c) Que la adquisición de las acciones no proceda cuando se tuviera conocimiento de la existencia de una oferta pública de compra (OPA) o cuando no se respeten principios de transparencia o cuando existan conflictos de interés.

1. Existen temas de derecho societario que recuperan cada tanto su virtualidad al confrontarse con hechos de la realidad y pasan a ser desde ese momento parte del «derecho vivo», según la expresión de Garrigues.

Tal situación se ha dado años atrás y se seguirá dando en un futuro próximo, respecto del derecho reconocido con limitaciones en la ley 19.550 (art.220, pto.2) a la sociedad para que adquiera sus propias acciones.

1.1. En el pasado pudimos advertir el problema en las ventas que efectuara el BANADE de sus tenencias accionarias<sup>1</sup> y de quienes -compradores de esos porcentajes significativos de acciones- se desprendían de ellas. Posteriormente, y como consecuencia de la caída de los valores de cotización bursátil por el efecto «tequila», la Comisión Nacional de Valores dictó normas dirigidas a la aplicación del mencionado artículo de la ley de sociedades comerciales (Res.Gral. 262/95 y 290/97 CNV, Sec. 2.1.4., art. 11). Sin perjuicio de otros escenarios podemos ahora visualizar, como posible, el interés de la sociedad en adquirir las acciones que fueron emitidas de acuerdo a los programas de propiedad participada (ley 23.696, arts.21/40).

2. Consideramos que este Congreso ofrece una inmejorable oportunidad de

---

<sup>1</sup> Resolución CNV N° 3819, del 14/6/78, expte. 4078 «la adquisición por licitación de una sociedad de sus propias acciones ante las instituciones mencionadas (BANADE; Caja de Ahorro), se ha transformado en una operación habitual, realizada por muchas otras entidades y que no implica ninguna violación a las disposiciones legales vigentes».

analizar cuál ha sido el comportamiento de la ley al respecto y la interpretación que la misma ha recibido en el pasado para juzgar acerca de la necesidad de su reforma o afirmar la conveniencia de su mantenimiento.

Es indudable la inclinación de juristas y abogados de proponer reformas al régimen societario, aún aquellos que tuvimos oportunidad de coparticipar en su elaboración, pero no podemos hacerlo sin reparar en el costo jurídico que toda reforma legislativa comporta para la comunidad, como así también tener presente que la ley no se dicta para casos patológicos, sino para la regulación de la normalidad de las situaciones, por lo que adquieren particular importancia las normativas cuya plasticidad se adecúa, mediante una inteligente interpretación, a las realidades cambiantes que se presentan en el derecho societario y aún dentro de las mismas sociedades de acuerdo a sus características y dimensión.

El desarrollo de esta presentación se limitará al supuesto más controvertido del art. 220 LS, que es el de su inc. 2º, que autoriza la compra de las propias acciones -completamente integradas- por parte de la sociedad en supuestos excepcionales, con ganancias realizadas y líquidas o reservas legales, a fin de evitar un daño grave, y a proponer algunas reformas a su régimen.

### 3. Antecedentes.

El tema en cuestión ya fue contemplado en el art. 343 del Código de Comercio como un derecho que podían únicamente ejercitar los administradores y directores mediando autorización de la asamblea y aplicando para ello utilidades realizadas. Es de observar que la norma nada adelantaba respecto de la necesidad de que la adquisición fuera para evitar un daño grave a la sociedad. Esta exigencia fue incorporada por Bomchil en su anteproyecto de reformas al Código de Comercio<sup>2</sup>.

El anteproyecto de la Ley General de Sociedades redactado por los Dres. Carlos C. Malagarriga y Enrique A.C. Aztiria<sup>3</sup> habilitaba la compra de las acciones como acto del directorio requiriendo que la misma se justifique «ante la próxima asamblea ordinaria» (art. 293 III) e imponía la obligación de venta dentro de los seis meses de su adquisición.

La Ley 19.550, recogiendo el texto del proyecto<sup>4</sup> que la precedió confiere la facultad de adquisición al órgano de administración, el que deberá justificar su decisión en la próxima asamblea ordinaria.

En la legislación comparada<sup>5</sup> se advierte la utilización de dos técnicas diferentes pero que de alguna manera se identifican en su resultado. O bien prohíben la

---

<sup>2</sup> Bomchil, Miguel «Régimen jurídico de las sociedades anónimas», pág. 88, art. 41

<sup>3</sup> Anteproyecto de Ley General de Sociedades (Dto. 9311/58).

<sup>4</sup> Comisión Reformadora, Res. 58/67, integrada por los Dres. Isaac Halperín, Gervasio Colombres, Enrique Zaldívar, Horacio P. Fargosi y Carlos S. Odriozola.

<sup>5</sup> En la legislación española (texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas Real Decreto Legislativo 1564/89 y reforma Ley 2/1995 BOE del 24/3/95, art. 74, 75 y cctes.); en el derecho francés Ley de Sociedades Comerciales Nro. 66-537 del 24/7/66 y sus reformas a los arts. 217, 217-1 y 217-2, Ley Nro. 81-1162 del 30/12/81, Ley 87-416 del 17/6/87 y Ley 85-1321 del 14/12/85; en Chile, Ley Nro. 18.046 del 22/10/81, art. 27; en Alemania, Ley de Sociedades por Acciones de la República Federal Alemana, art. 71; en la República Oriental del Uruguay, Ley 16.060, art. 314; en Italia, Codice Civile art. 2357.

compra con la salvedad de las excepciones y condicionamientos que se regulan, o la autorizan con una serie de limitaciones. Se observa también la tendencia a que la decisión de compra sea tomada por la asamblea y no se ejercite como facultad del directorio. Por su parte, el Código de las Obligaciones de Suiza (art. 659) no contempla entre las excepciones a la prohibición de adquisición de sus propias acciones la situación que podría darse en supuestos de daño grave a la sociedad.

Considero, en consecuencia, que existen significativos antecedentes del reconocimiento del derecho, con carácter excepcional, de la compra de las acciones por la propia sociedad. Los riesgos que para la sociedad, accionistas y terceros puede ello representar se encuentran acotados en nuestro régimen legal, susceptible, como veremos más adelante, de una mayor precisión. Es que en situaciones en las que convergen diferentes intereses resulta imprescindible analizar cual de ellos debe predominar, respetando prioritariamente aquel que expresa la voluntad societaria con el debido resguardo del derecho de los accionistas minoritarios afirmado en la transitoriedad de la adquisición, el respeto al derecho de preferencia y la posibilidad del ejercicio de las acciones impugnatorias y de responsabilidad.

Los riesgos a los que aludimos están referidos a la posibilidad de que con la adquisición de las propias acciones se produzca un perjuicio a la sociedad al incorporarlas mediante la disposición de fondos que puedan no corresponder a su valor real, presente o futuro, con una eventual disminución del patrimonio, o buscar artificialmente el sostenimiento de una cotización o beneficiar a un grupo de accionistas con la compra de sus acciones, sin respetar las pautas transparencia e igualdad requeridas y que, expresamente, se contemplan para las amortizaciones de las acciones (art. 223 LS).

Debemos recordar aquí las agudas prevenciones de MANOVIL<sup>6</sup>, de BRUNETTI<sup>7</sup> y de VINCENT CHULIA<sup>8</sup> y preguntarnos si las mismas tienen adecuada respuesta en nuestra regulación legal.

---

<sup>6</sup> MANOVIL, Rafael, quien, siguiendo la doctrina alemana señala que: «la adquisición onerosa de las propias acciones por la sociedad pone en peligro su patrimonio. Ello ya que el mismo, tal vez reducido por pérdidas, es aún más reducido por el precio de compra pagado por la sociedad, mientras que la acción propia en manos de la sociedad, por asignarle solamente patrimonio que ya le es propio, representa una nada, mientras que en el balance aparece activado por el monto de un valor de reventa no realizado aún.» y que la prohibición se vincula también «contra posibles maniobras tendientes a repartir capital social entre los accionistas en perjuicio de los acreedores» («Los fundamentos de la prohibición de adquirir las propias acciones. Crítica a la nueva permisividad de la Comisión de Valores en esta materia», en Derecho Societario Argentino e Iberoamericano, Tomo II, 1995, pág. 70).

<sup>7</sup> BRUNETTI, Alberto, «La primera condición establecida por el artículo 2357 es que la adquisición está autorizada por asamblea general. El motivo de la intervención del máximo organismo social fué el de no dejar a los administradores la posibilidad de reducir el capital, que ha de seguir intacto para garantía de los acreedores sociales; se quiere impedir que queden para garantía de éstos unos títulos sin valor y que los administradores sostengan artificialmente el precio de las acciones tirando el capital social para su adquisición» («Sociedades por acciones», T° II, pág. 176).

<sup>8</sup> VINCENT CHULIA, Francisco, «Como ha demostrado con claridad el Prof. PAZ-ARES, la regulación de la adquisición de acciones propias y de la sociedad dominante no tiene como objetivo impedir las manipulaciones en el mercado de valores (interés también protegido, al parecer, por el art. 47 LSA vigente), sino, específicamente, proteger la constitución política o corporativa de la sociedad anónima -impidiendo que los administradores, como órgano de representación de la sociedad, ejerzan un poder que sólo corresponde a los accionistas, y en proporción a su participación en el capital social-; y proteger la constitución financiera de la sociedad anónima, sobre todo en protección de los acreedores, impidiendo el aguiamiento del capital, mediante la suscripción, adquisición u otros negocios sobre acciones propias, con cargo a recursos de la sociedad, es decir sin que ingrese desde el exterior una efectiva aportación patrimonial» («El régimen de las acciones en el proyecto de ley de reforma» en «El nuevo derecho de las sociedades de capital», Madrid, 1989, pág. 114)

Entendemos, por nuestra parte, que el art. 220, inc. 2° LS, contesta a aquellas prevenciones, inclusive con una normativa más rigurosa que la de algunas legislaciones extranjeras, toda vez que:

(i) Los fondos de los que se dispondrá para la adquisición irán contra la cuenta de ganancias realizadas y líquidas y de reservas libres, con incidencia directa en las expectativas de los accionistas, por lo que cabe presumir que éstos no afectarían sus propios intereses si no mediaran suficientes razones, las que, por otra parte, deben reconocer -por exigencia legal- carácter excepcional y estar dirigidas a evitar un daño grave<sup>9</sup>.

(ii) Las acciones adquiridas no podrán permanecer en cartera, si no que deberán ser «enajenadas» por la sociedad, concepto amplio que abarca una transferencia de dominio más allá de la simple venta y que habilita a la entrega de las acciones como pago de dividendo en especie<sup>10</sup>.

(iii) Se desalienta una actitud especulativa de la sociedad con la suspensión de los derechos de las acciones hasta su enajenación, no pudiendo computarse para la determinación del quórum ni de la mayoría (art. 221, in fine, LS) y evitándose, de tal manera, «que los administradores maniobren con las acciones adquiridas, influyan sobre la votación de la Junta General o sobre la circulación de los títulos haciendo que tengan un valor ficticio en el mercado»<sup>11</sup>.

Los derechos patrimoniales se recuperarán una vez que la sociedad enajene las acciones, encontrándose incorporadas a las mismas el derecho a la percepción de los dividendos no prescriptos<sup>12</sup>.

(iv) Se respeta la expectativa de los accionistas en cuanto al resultado final de la operación de adquisición, al imponerse la aplicación del art. 124 LS que corrobora similar principio establecido en el art. 189 LS.

### 3.1. El órgano competente.

El art. 220, pto.2 LS se aparta de los precedentes locales y extranjeros que hemos referido en el punto 3 y atribuye al directorio la competencia para decidir la compra de las acciones, interpretando, de tal manera, que dicho acto se encuen-

---

<sup>9</sup> VERON, Alberto: «Desde el punto de vista contable, la operación de adquisición de sus propias acciones por la sociedad implica una disminución de su activo (vgr.: la cuenta caja o bancos con que se paga el importe de las acciones adquiridas) contra la afectación de la cuenta de resultados (ganancias y pérdidas) o de reservas, según el caso; así, pues, el capital social se mantiene inalterable (porque la adquisición de las acciones operó por medio de utilidades líquidas y realizadas o reservas)». «Tratado sobre los estados contables», T° 1, pág. 408.

<sup>10</sup> BRUNETTI, Alberto (op.cit., pág. 178); SUSSINI, Miguel, «Los dividendos de las sociedades anónimas», pág. 238.

<sup>11</sup> GASPERONI, Nicola, «Las acciones de las sociedades mercantiles» (Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid, pág. 235).

<sup>12</sup> FRIGORIFICO LA PAMPA S.A. (CNCCom., Sala A, octubre 29-979): «Aprobada la adquisición y distribución de las propias acciones por la sociedad, las acciones adquiridas recuperaron «ipso facto» sus derechos políticos y patrimoniales, por no haber dejado nunca de integrar el capital que se mantuvo intangible. Deben, entonces, computarse a los fines de decidir la capitalización del revalúo contable (ley 19.742 -Adla XXXII-C, 3380-), máxime si la capitalización pudo alcanzarse sin considerarse a esos efectos las acciones adquiridas» (La Ley T° 1980-B, págs. 87/88). VERGARA DEL CARRIL, Angel D.: «Los derechos patrimoniales quedan en suspenso, pero una vez que las acciones se enajenen o se distribuyan como dividendo, tendrán derecho a recibir los derechos patrimoniales suspendidos, siempre que no hubieran prescrito, en cuyo caso quedan a favor de la sociedad» («Adquisición de acciones propias por la Sociedad Anónima»; ED 162, pág. 1094).

tra dentro de sus facultades de administración, procurando así que la resolución sea dispuesta con la suficiente rapidez para evitar el daño grave que justifica la excepción. Se completa el principio con la obligación de justificar «en la próxima asamblea ordinaria» la decisión tomada.

La solución legal ha planteado en la doctrina una serie de interrogantes sobre los efectos de la revisión asamblearia: la nulidad o anulabilidad de la compra o el solo efecto sancionatorio hacia el directorio que decidió el acto cuya justificación no se alcanzare<sup>13</sup>.

Las disímiles respuestas que han recibido estos interrogantes y, por encima de ello, la consideración de la importancia de la decisión de compra de las propias acciones en razón de la necesidad de que con ella se resguarden los intereses sociales e, indirectamente, los de los accionistas, nos llevan a propiciar una modificación de la ley en el sentido que más adelante se indicará.

A nuestro entender correspondería interpretar que la decisión asamblearia que no considerase justificada la compra, debería habilitar la promoción de una acción de nulidad contra la resolución directorial que la dispuso. Téngase presente que si el efecto del rechazo asambleario fuere únicamente el de posibilitar el ejercicio de acciones de responsabilidad o remoción contra los directores y, eventualmente, su promoción a título singular por los accionistas, la norma sería superflua y nada estaría agregando respecto de la responsabilidad de los directores con sustento en los arts. 59, 274 y cc. LS. Debemos interpretar, pues, que lo que se ha querido era realmente la convalidación del acto directorial. Ello no ha sido expresado con claridad por la ley y ha dado lugar a las dudas interpretativas que hemos señalado. Por ello es que propongo -para una futura reforma- que la decisión de compra sea dispuesta por el directorio, con lo cual se satisfecería la urgencia que la situación podría exigir, «ad referendum» de la aprobación por la asamblea ordinaria que deberá ser convocada y pronunciarse al respecto dentro de los tres meses del acto directorial, no llegando a configurarse la venta -como consecuencia de esta condición suspensiva (arts. 545 y cctes. C.Civil)- al vencer el plazo sin que se produzca tal pronunciamiento o cuando el mismo fuere negativo.

De tal manera el rechazo explícito o tácito de la asamblea determinará que la condición no se cumplió y, en consecuencia, «la obligación es considerada como si nunca se hubiera formado...» (art. 548 C.Civil), con lo cual se obvia la acción de nulidad y la eventual inoponibilidad de la misma contra un tercero de buena fe.

---

<sup>13</sup> GASPERONI, Nicola: «No están de acuerdo la doctrina y la jurisprudencia al determinar los efectos del incumplimiento de esa prohibición que impide a la sociedad comprar sus propias acciones. La teoría de la nulidad absoluta del contrato de compra tiene pocos partidarios. En cambio, ha encontrado cierto asentimiento la teoría que estima válida siempre esa adquisición, quedando responsables los administradores; sin embargo, la doctrina predominante se inclina a la nulidad relativa (anulabilidad) invocable por la sociedad contra la adquisición realizada». «En mi opinión, esta última es la teoría más fundada. De hecho, la prohibición establecida por el art. 291 da lugar a una incapacidad de la sociedad, y se ha puesto en defensa de la misma sociedad; de los principios generales (arts. 264, pfo.I; y 280, pfo.I, del Lib.Oblig.) (arts. 1425, 1441, C.c.) se deduce que el contrato de compra es anulable, pero su anulación no la puede pedir el vendedor de las acciones, sino solamente la sociedad compradora.» «Las acciones de las sociedades mercantiles», (Ed.Revista de Derecho Privado, Madrid, pág. 236/237); HALPERIN, Isaac, «Sociedades Anónimas», pág. 317; PEREZ CASSINI, Analía B. «Negocios con acciones ¿Procede la adquisición por la propia sociedad para obtener un beneficio evidente? ¿El efecto de la compra injustificada, es la nulidad?» (Derecho Societario Argentino e Iberoamericano, Tomo II, 1995, pág. 77/79); SASOT BETES, Miguel A. SASOT, Miguel P. «Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables», págs. 266/268; OTAEGUI, Julio César, «Invalidez de actos jurídicos», pág. 361.

### 3.2. La enajenación de las acciones adquiridas.

Entendemos adecuada la obligación impuesta al Directorio (art. 221 LS) de «enajenar» las acciones adquiridas, toda vez que la compra no va acompañada de una reducción de capital y que las mismas figurarán en el balance «diferenciadamente dentro del rubro «capital social» como «acciones en cartera» o, más propiamente, acciones propias adquiridas...»<sup>14</sup>.

Consideramos conflictiva la posibilidad que la asamblea prorrogue el plazo de un año establecido para la enajenación de las acciones porque ello puede dar lugar a diferentes interpretaciones en cuanto al límite de esa prórroga que podría llevar a desnaturalizar el sentido evidentemente restrictivo de la norma, que compartimos. Sugerimos, sin que ello se interprete como un exceso regulatorio y un apartamiento de lo que podría significar una interpretación dinámica de la ley, la conveniencia de que en una próxima reforma se establezca la improrrogabilidad del plazo y la efectiva enajenación de las acciones dentro del mismo.

Dentro de la tesitura propuesta por nuestra parte acerca del órgano competente para legitimar la decisión de compra de las acciones, correspondería que fuera la asamblea ordinaria la que dispusiera la forma y condiciones de su enajenación.

Recordamos, y ello ha sido aceptado por la CNV, la posibilidad de que las acciones adquiridas sean distribuidas entre los accionistas, respetando la proporcionalidad, como dividendos en especie.

### 3.3. El daño grave. La regulación de la CNV.

La procedencia de la compra de las propias acciones por la sociedad está condicionada a su excepcionalidad y al objetivo de evitar con la misma la configuración de un daño grave. La ley no proporciona pautas indicativas de lo que podría constituir el daño grave y consideramos que ello es correcto, para evitar incurrir en un casuismo impropio en una ley y que posiblemente no daría respuesta a la variedad de situaciones que podrían presentarse. Deberá sí tenerse presente que con la adquisición deberá tutelarse un interés general de la sociedad y no particular de algunos accionistas<sup>15</sup>.

Se ha entendido que se evita un daño grave cuando la compra está dirigida a superar situaciones de desestabilización de la cotización bursátil<sup>16</sup>. A ese respecto la Res.Gral. CNV 290/97 y su antecedente Norma CNV 262/95, luego de advertir su intención de adecuarse al régimen pertinente de la ley 19.550, reconocen como elemento determinante de la decisión la búsqueda de la sociedad de proveer

---

<sup>14</sup> VERON, Alberto «Tratado sobre los estados contables», T° 1, pág. 408 (ERREPAR, 1997).

<sup>15</sup> FRIGORIFICO LA PAMPA S.A. (CNCom., Sala A, octubre 29-979) «El criterio de gravedad exigido por el inc. 2° del art. 220 de la ley 19.550 (Adla,XXXII-B, 1760) reviste un aspecto objetivo, nacido de la naturaleza del peligro o del daño que puede afrontar la empresa en caso de omitir la adquisición de sus acciones y otro, de orden subjetivo, que se relaciona con la repercusión que los socios asignan al evento grave que se pretende paliar o evitar. La consolidación de este aspecto queda librado a la asamblea ordinaria de accionistas en la que se expresa, libremente, la voluntad mayoritaria de los titulares del capital societario». (La Ley T° 1980-B, págs. 87/88).

<sup>16</sup> HALPERIN, Isaac: «...a) interés social, v.g. para evitar caída del precio de la cotización en bolsa ante la inminente realización de aumento del capital, o que pueda perjudicar fusión en trámite o gestión de escisión. Los ejemplos son casos excepcionales, como requiere el art. 220». («Sociedades Anónimas», pág. 319); Norma CNV 262/95 y Res..Gral. 290/97.

liquidez a sus acciones en situaciones de notorio desequilibrio de los volúmenes de oferta y demanda<sup>17</sup>.

La CNV, en las normas ya citadas, establece criterios, susceptibles de aceptación para todos los supuestos de adquisición de las acciones por parte de la sociedad que las emitiera, señalando que ella no sería procedente cuando se tuviera conocimiento de la existencia de una oferta pública de adquisición de acciones o cuando las acciones a adquirir fueran de propiedad o administradas directa o indirectamente por los directores, administradores, síndicos, integrantes del consejo de vigilancia o gerentes de la emisora.

---

<sup>17</sup> Memorándum Bolsa de Comercio de Buenos Aires Nro. 33/95 de su Director Técnico Dr. Edgar J. Jelonche con apoyo en precedentes legislativos en Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, España e Italia.