

EL REGIMEN DE TRANSPARENCIA DE LA OFERTA PÚBLICA Y LA ADQUISICIÓN DE ACCIONES PROPIAS POR LA S.A.

DIANA FARHI DE MONTALBÁN

1. GENERALIDADES

El decreto 677/2001 del P.E.N. de reciente sanción, que introduce el régimen de transparencia de la oferta pública de los que denomina *valores negociables*¹, también contiene reformas a la LS 19.550:220/221, que nos llevan nuevamente al debate sobre el acierto en admitir la adquisición de acciones propias por las sociedades anónimas, sus eventuales peligros, sobre todo cuando se trata de acciones que se negocian en mercados de valores como el nuestro, que adolecen de una gran fragilidad y dependencia de los otros que con mayor fuerza operan en la economía globalizada.

Ha adquirido marco normativo también, la diferenciación entre sociedades cerradas y abiertas, porque se bifurca su tratamiento.

Efectivamente, las últimas estarán reguladas por el art. 68 del decreto, y para aquellas que no realizan oferta pública de sus acciones, se mantiene la vigencia del régimen establecido por la ley 19.550:220 y 221 que hasta la sanción del decreto era el único aplicable en ambos

¹ B.O. DEL 28.05.01

casos, si bien, las reglamentaciones emitidas por la CNV, ya habían esbozado algunas diferencias.

La doctrina en general ha mirado con disfavor la posibilidad, por el riesgo de afectación de la intangibilidad del capital social y del derecho de los terceros acreedores² y, por su parte, el legislador, tanto en el ámbito nacional como en el derecho comparado, ha concebido normas restrictivas y limitativas para la realización de estas operaciones.

En efecto, la legislación societaria en general, da vía libre a estas operaciones, cuando el objetivo es la reducción del capital, que no obedezca a pérdidas experimentadas por la sociedad y solo como excepción, la acepta para situaciones graves como podrían ser -entre otras- las bajas abruptas de cotización.³

En la legislación europea comunitaria⁴ se adoptó esta orientación, para evitar perjuicios graves e inminentes, y por un tiempo limitado de 18 meses, limitada al 10% del capital suscrito determinándose cuales serán los recursos con posibilidad de ser aplicados a tal fin. También se exige que la decisión sea adoptada por la asamblea y excepcionalmente por el órgano de administración, estableciendo la suspensión de los derechos políticos mientras las acciones permanezcan en poder de la sociedad.

Los países miembros de la C.E.E., fueron adaptando sus legislaciones a la Directiva comentada.

En Inglaterra, la ley de sociedades⁵ exige una causal fundada en beneficio del interés social.

Estos regímenes, ajustándose a la legislación comunitaria, exigen el cumplimiento de los recaudos de causa grave, inminente peligro para la sociedad, decisión previa del órgano de gobierno, y suspensión de derechos políticos y algunos patrimoniales emergentes de los títulos adquiridos.

En el derecho norteamericano, por el contrario, las legislaciones muy liberal y amplia de la materia.

Por su parte la legislación sudamericana en general mantiene semejanzas con la europea continental.

² Manóvil Derecho Societario Argentino e Iberoamericano T° II pág. 69. *Los fundamentos de la prohibición de adquirir las propias acciones Crítica a la nueva permisividad de la C.N.V. en esta materia.*

³ Companies Act 1980 (Inglaterra) Ley de sociedades comerciales (Francia) Ley de Sociedades Anónimas (1989) arts. 74 y ss. Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (1995) art. 39 y 22. (España), Alemania ley de sociedades 1994.

⁴ Directiva 77-91 del 13.12.1976 arts. 18 a 22.

⁵ Companies Act (Inglaterra 1980).

Entre las legislaciones de los países miembros del Mercosur, observamos que la ley uruguaya es similar a nuestra LS 19.550 y en Brasil, existen disposiciones equivalentes si bien con modalidades, en algunos casos diferentes.

En síntesis, salvo en el caso de Estados Unidos, de amplia libertad, que utiliza el sistema de las acciones de tesorería, las legislaciones en materia de sociedades, solo admiten estas operaciones libremente para reducir el capital y en términos de excepción, con aplicación de recursos de libre disponibilidad y en forma transitoria a los fines de conjurar peligros graves que afecten las estructuras societarias.

2. LOS SUPUESTOS DE ADMISIBILIDAD DE LA AUTOCARTERA EN LA LEY DE SOCIEDADES COMERCIALES

En efecto, en el art. 220 enuncia las causales que habilitan la posibilidad de que la sociedad anónima adquiera sus acciones, que se presentan como supuestos singulares que por su naturaleza, requieren una solución particular.

La primera es aquella que tiende a la reducción del capital social, por lo que la adquisición se realiza al solo efecto de la cancelación de los títulos.

La propia LS en los arts. 203 y 206 prevé los supuestos de reducción voluntaria y obligatoria y contiene normas específicas respecto de la primera que será resuelta por la asamblea extraordinaria, como así los recursos con los cuales se efectuará la operación respectiva sujeta a eventuales oposiciones.

La segunda causa legal que permite la adquisición de acciones propias es la de neutralización de un daño grave para la sociedad, y solo se admite la operación afectando ganancias realizadas y líquidas o reservas libres siempre y cuando las acciones a adquirir estuviesen totalmente integradas.

Acerca de las situaciones que pueden producir ese daño apremiante a la sociedad, Halperín⁶ involucraba la tutela del interés social, por ejemplo de evitar una abrupta caída del precio en la cotización en el mercado frente a un inminente aumento de capital, o un procedimiento de fusión o escisión, por tratarse de situaciones que exigen una conducta excepcional.

La tercera y última es aquella que se refiere al supuesto en que

⁶ Op. Cit. pág. 320.

la sociedad compra un establecimiento comercial o incorpora otra sociedad los cuales poseen una porción de sus acciones.

En estos dos últimos casos, la LS exige la enajenación de las acciones adquiridas en el plazo de un año, sólo prorrogable por la asamblea y rescata el derecho de preferencia que otorga a los accionistas el art. 194.⁷

Desde ya que una vez operada la adquisición durante todo el período en que las acciones se encuentren en poder de la sociedad, quedan suspendidos los derechos políticos y económicos que en situación normal confieren a su titular, y tampoco serán útiles para configurar quorum legal o estatutario, ni mayorías en las asambleas.

Ahora bien, este régimen sobre la autocartera contenido en la LS, ha quedado ahora limitado a las sociedades que no cotizan mientras que el nuevo contenido en el Decreto 677/01 (P.E.N.) comprende a las que tiene autorización para oferta pública.

Cabe recordar que en épocas recientes, la C.N.V. dictó resoluciones generales que incorporaron una suerte de flexibilización al sistema de la L.S. como la 262/95 y la 290/97, que en general ha obedecido a la influencia de diferentes crisis operadas en los mercados bursátiles, que experimentaron bajas en las cotizaciones, a los fines de evitar distorsiones artificiales en los valores lo que ocurre con mayor intensidad en estos días.

Se observa, entonces, que este tipo de operaciones, que se mantenía en el campo de la excepcionalidad,⁸ se inscribe ahora en el de la habitualidad⁹ ingresando en un terreno singularmente riesgoso en mercados fluctuantes como el nuestro.

3. EL REGIMEN ACTUAL PARA SOCIEDADES QUE COTIZAN

En efecto, en los considerandos del decreto que nos ocupa, ubicamos la referencia expresa a estas operaciones como usuales en los mercados de capitales y a la necesidad de posibilitarlas.

Es decir que no se rescata la anormalidad de la autocartera co-

⁷ Esta tutela ha sido criticada por Paolantonio en una ponencia presentada en el VI Congreso Argentino de Derecho Societario y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa publicada en "Derecho Societario Argentino e Iberoamericano" Tomo II pág. 65 y ss.

⁸ Filippi Laura *La adquisición de la sociedad de sus propias acciones y la aplicación del art. 248 L.S. interés contrario del accionista* en *La sociedad comercial ante el tercer milenio* T^o III pág. 187 y ss. Odriozola Carlos: *¿Es legítimo y conveniente autorizar la compra de sus acciones por la sociedad y adecuada su regulación?* Idem pág. 222 y ss.

⁹ Considerando del Decreto 677/01 B.O. 28.05.01 pág. 4.

mo tal, sino todo lo contrario, y no se establece, la necesidad de que se configuren causas graves o peligros evidentes, siendo suficiente una resolución fundada del directorio que así lo decida, con informe del órgano de fiscalización y de la auditoría externa, estableciendo requisitos formales para esa decisión que deberá expresar:

- a) Cual es la finalidad de la adquisición, o sea el fin perseguido para la misma, que puede ser alguno de los supuestos previstos en la LS:220 u otros que el directorio considere necesarios y útiles para la sociedad, alejados de la neutralización de un peligro cierto y actual.
- b) El monto máximo que la sociedad estará facultada a invertir en la operación, como así la cantidad máxima de las acciones que va a adquirir, que determinará el porcentaje máximo del capital social.

No obstante cabe poner de resalto que en el capítulo IX del Decreto 677/01, arts. 33 a 37 dentro de las conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública se prohíbe a los emisores, entre otros sujetos la realización de conductas tendientes a manipular precios o volúmenes de los valores negociables, que pudieran alterar el desenvolvimiento normal de la interacción de oferta y demanda,¹⁰ lo que constituye el límite de posibilidades para la sociedad, de operar adquiriendo sus acciones.

Aunque la operación solo podrá efectuarse con ganancias líquidas o reservas libres o facultativas, la sociedad que intenta adquirir sus acciones deberá acreditar ante la C.N.V. -autoridad de aplicación y reglamentación en este caso- que la sociedad que va a adquirir sus propias acciones, cuenta con la liquidez necesaria y que la adquisición no afectaría su solvencia, y además producir un informe para los accionistas y los acreedores, que sea amplio y detallado sobre la misma.

El decreto que comentamos, que ha abrevado en las aguas del derecho comunitario europeo, limita la posibilidad de este tipo de operaciones al 10% del capital social, o al límite menor que la C.N.V. fije en atención al volumen de la negociación.

Todo exceso de este porcentaje que se adquiera por la sociedad deberá ser enajenado dentro del plazo perentorio de noventa días.

En cambio, para las acciones auto-adquiridas que no excedan el 10% del capital social se establece un plazo inicial de tres años prorrogables por la asamblea ordinaria, para su venta y se dispone la re-

¹⁰ D677/01 (PEN) art. 34.

ducción de pleno derecho por el monto correspondiente al valor nominal de las acciones adquiridas y su cancelación, solo en el supuesto que transcurran tales plazos sin renovación decidida por el órgano societario competente.

Se tutela el derecho preferencial de los accionistas, salvo en los casos de programas de compensaciones a los dependientes o que las acciones sean distribuidas entre aquellos en proporción a sus tenencias o cuando se venda en el año una cantidad de acciones no superior al 1%.

A falta de interés por los accionistas en la suscripción, las acciones se venderán en el mercado de valores correspondiente.

4. CONCLUSIONES

Ahora bien en el análisis de la cuestión, el punto de partida debe ser la consideración de que la adquisición por la sociedad de sus propias acciones no constituye una operatoria habitual sino todo lo contrario.

En efecto, una transacción de esa categoría determina que la sociedad disponga recursos propios para adquirir lo que para ella carecerá de valor económico, o sea son egresos sin el ingreso de la debida contraprestación.

De ahí que siempre haya sido vista con un dejo de desconfianza, y utilizada exclusivamente para superar situaciones no normales de la sociedad.

Mucho se discutió acerca de quién es el órgano societario competente para la decisión, y en la legislación comparada hemos observado tendencias diferenciadas, entre el directorio y la asamblea general.

En la LS el directorio es competente y luego la asamblea considerará el acierto de la decisión.

El Decreto opta radicalmente por el directorio, requiriendo dictámenes técnicos del órgano fiscalizador y del auditor externo que apoyen la decisión y no somete ningún debate a la asamblea sobre la cuestión.¹¹

Coincidimos en limitar la porción del capital social en autocar-

¹¹ La opción a favor del directorio ha sido recogida por la doctrina. Ver los trabajos de Bollini Shaw y Mario Augusto Goffan *Adquisición de acciones propias por la sociedad* y Vergara del Carril *Adquisición de las propias acciones bajo el régimen del art. 220 inciso 2 de la ley 19550 en LA SOCIEDAD COMERCIAL ANTE EL TERCER MILENIO Tº IV* págs. 135 y ss. Y 143 y ss.

tera, que no debe exceder el 10%, aunque se admite la compra de mayor cantidad, implementando un sistema de venta inmediata del exceso, dejando a salvo el derecho de imputar responsabilidades por la misma a los administradores.

De manera que la adquisición no está sujeta a la opinión de la asamblea de accionistas a la cual, en principio, sólo se le otorga la facultad de prorrogar el plazo de tres años que se fija para proceder a la realización, no efectuándose la previsión de cual es el tiempo máximo de prórroga, lo que autorizaría a la sociedad a mantener sus propias acciones en cartera en forma ininterrumpida, durante todo el tiempo que la asamblea considerase necesario.

Ello produce una seria distorsión en las posiciones patrimoniales de la sociedad, frente a terceros inversionistas o acreedores.

Creemos que la tenencia en cartera de la sociedad, de acciones propias, aunque sea una porción pequeña del capital, debe ser transitoria,¹² y por un tiempo breve, que permita la recuperación del valor real de esas acciones, para proceder a su colocación, o su distribución entre los accionistas¹³ o en su defecto la reducción proporcional del capital de sociedad.

La experiencia europea ha sido prolífica en ejemplos que apoyan la tesis que sustentamos.¹⁴

La concepción de una normalidad o habitualidad en estas transacciones resulta peligrosa en la medida que se inicia un camino cuyo destino es incierto y que puede afectar los derechos de las partes interesadas, a través de la manipulación en las cotizaciones, lo que podría generar el desinterés del mercado en la inversión en tenencias accionarias.

En consecuencia, a través de este trabajo se propicia la modificación del art. 68 del Decreto 677/01, para que esta operación, cuando

¹² Odriozola Carlos *¿Es legítimo y conveniente autorizar la compra de sus acciones por la sociedad y adecuada su regulación? La Sociedad Comercial ante el Tercer Milenio* Tº III pág. 222 y ss. Donde además se sugiere que el plazo para la venta debe ser improrrogable en tanto no se efectúe para proceder a la reducción del capital.

¹³ Caso del Frigorífico La Pampa en el cual se distribuyeron las acciones propias como dividendo en especie entre los accionistas.

¹⁴ Velasco San Pedro *La adquisición de acciones propias: Problemas de política jurídica y tendencias legislativas LA SOCIEDAD COMERCIAL ANTE EL TERCER MILENIO* Tº IV págs. 195 y ss. En este importante trabajo su autor relata los efectos de caídas de bancos que realizaban estas operaciones en España, como así el caso del sindicato que en Francia adquiriría las propias acciones para enfrentar a una sindicato rival y las acaecidas en el siglo pasado, luego de la crisis de 1929 con bancos americanos, suizos, italianos y alemanes. En la década de los ochenta, también el Banco Ambrosiano de triste historia procedió a la adquisición masiva de acciones de las sociedades vinculadas para sostener las cotizaciones, con los resultados que todos conocemos.

no obedezca a la decisión de reducir el capital social, sea considerada excepcional y no habitual y se reduzca a un año improrrogable el plazo de tenencia de acciones propias en cartera, término lo suficientemente amplio para el logro de la solución a las situaciones graves que hayan sido la base de sustentación de la decisión en tal sentido.