

**COMISION III.1:
FINANCIACION INTERNA Y EXTERNA. Contratos de
financiamiento. Negociación de títulos. Mercado de Valores**

RELATOR LOCAL: *Antonio Daniel Fourcade*

INFORME

Conforme al análisis efectuado de las ponencias presentadas a tratarse en esta Comisión III, se las ha ordenado conforme al siguiente esquema temático:

FINANCIACION INTERNA

ACCIONES

- . Acciones escriturales
- . Underwriting
- . Fondos Comunes de Inversión
- . Acciones sin valor nominal
- . Accionistas privados S.A.P.E.M.

AUMENTOS DE CAPITAL

- . Capitalización revalúos previa al aumento de capital
- . Justiciabilidad de los aumentos de capital
- . Notificación edictual y razonabilidad de los aumentos de capital

CAPITAL

- . Capital mínimo en las S.A.
- . Concepto patrimonial y contable del capital

APORTES IRREVOCABLES

- . Naturaleza
- . Tratamiento legal

COMISION NACIONAL DE VALORES

- . Legitimidad de ciertas resoluciones de la C.N.V.
- . Facultades reglamentarias de la C.N.V.

FINANCIACION EXTERNA

• OBLIGACIONES NEGOCIABLES

- Contratos de financiamiento
- Regimen actual de la O.N.
- Títulos de deuda privada y el concurso del emisor

• FINANCIAMIENTO - GARANTIAS

- Factura conformada y su incidencia en la financiación empresarial.
- Financiamiento de la empresa en concurso
- Sociedades de garantía recíproca: alternativa de financiación.

FINANCIACION INTERNA

La financiación de las empresas en economías en desarrollo, con preeminencia de pequeñas y medianas empresas, con recursos provenientes de la inversión privada, con destino a la suscripción de cuotas o acciones emitidos por las sociedades titulares de las mismas, es uno de los temas que mas preocupan a políticos, juristas, economistas y empresarios.

El desafío que importa la creación de un marco jurídico-económico adecuado, seguro, atractivo y eficaz, ha sido aceptado y las ponencias presentadas reflejan esa preocupación, proponiendo procedimientos y figuras jurídicas nuevas, que apuntan a simplificar y sincerar el funcionamiento de los mercados y dotarlo de los instrumentos idóneos para permitir la canalización de recursos genuinos hacia las empresas.

• Acciones

Las acciones escriturales, es decir no representadas en títulos, introducidas por la Ley 22.903, representan uno de los intentos a los que hacemos referencia y dan lugar a la posibilidad de su administración por parte de las entidades bancarias. El trabajo presentado analiza esta posibilidad, la clasificación de dicho negocio dentro de las operaciones bancarias, los efectos de la inscripción en el Registro de acciones escriturales, los bancos autorizados para prestar este servicio, la responsabilidad emergente del mismo y los sistemas de seguridad a adoptar.

Los múltiples servicios que se derivan de la administración de acciones: información, underwriting, etc., no solamente amplían las posibilidades de obtención de beneficios por parte de las entidades bancarias sino que las

convierten en verdaderos colaboradores del crecimiento económico del país facilitando la circulación y negociación de los títulos emitidos o a emitir.

Vinculado con el tema anterior otro trabajo presentado analiza la figura del Consorcio Garantizador, mediante la utilización de la U.T.E., a los fines del ofrecimiento al público y colocación de nuevas emisiones.

Así, se analizan las funciones de un consorcio garantizador como soporte del contrato de *undewriting*: designación y facultades del manager, condiciones del acuerdo con el emisor y del compromiso de garantía, organización del ofrecimiento público y atención del mercado posofrecimiento. Por último se expone sobre el contenido y requisitos del contrato de U.T.E. como estructura jurídica apta para el consorcio.

En esta tónica de dotar al sistema económico de los canales aptos para promover la inversión en títulos-valores emitidos, un trabajo estudia la normativa sobre los fondos comunes de inversión y su calidad de medio técnico, económico y jurídico para encauzar las expectativas del mediano ahorrista, disminuyendo sus riesgos y aprovechando las ventajas de la inversión bursátil. Analiza la reforma legislativa introducida por la Ley 24.083, concluyendo que, como elemento de transición, posibilitará un mejor funcionamiento del mercado y una adecuada adaptación a la nueva realidad económico-financiera, pero que debe apuntarse a dotarlo de personalidad jurídica, clarificando su naturaleza y llegar así a una mayor seguridad jurídica.

Tres importantes trabajos presentados analizan las acciones de participación o sin voto: dos de ellos desmenuzan sus cuestiones fundamentales y aspectos reglamentarios y operativos, y otro analiza la experiencia española en esta materia. Partiendo de la distinción entre dos tipos de accionistas: los de "control" y los de "ahorro", el primero de los trabajos analiza su diversa posición y derechos. Pasa luego revista a la situación de estas acciones en el derecho comparado y desemboca en la Resolución Nº 208 de la C.N.V. y sus apoyaturas legales: el artículo 40 de la Ley Nº 23.697 (emergencia económica) y el Decreto Nº 2284/91.

Concluye sosteniendo su legitimidad, fundada en que el derecho a voto no forma parte de los "elementos esenciales" y en la falta de fundamento de la "compensación" de la falta del derecho a voto con ventajas de tipo patrimonial, a la luz de un análisis sociológico y económico. Estudia las finalidades de las acciones de participación: permitir la apertura del capital sin afectar el control, sincerar el ausentismo a las asambleas y las distintas calidades de accionistas: activos y pasivos, posibilidad de resistir tomas de control agresivas diluyendo el interés del que pretende tal cosa (take over u oferta pública de adquisición) y otras finalidades que parecen despertar menos interés, tales como: mantenimiento de la nacionalidad de las sociedades,

atribución de acciones al personal o privatización de empresas. Se estudia más adelante sus posibilidades de aplicación práctica y su diferencia con los bonos de participación.

En el segundo trabajo se analizan algunos aspectos reglamentarios y operativos de la Resolución N° 208 de la C.N.V., tales como: tipo accionario; sociedades emisoras; límites de la emisión; derecho de preferencia: distinguiendo las no rescatables que dan derecho de preferencia por convertirse en ordinarias a los veinte años, y las rescatables que no darían ese derecho, pero dejando lugar a dudas ante la imposibilidad del rescate y régimen legal aplicable.

El tercero de los trabajos dedicados a las acciones sin voto, estudia la experiencia española transcurridos más de dos años de su implementación. Concluye su autora que este tipo de acciones no ha tenido la acogida esperada por varias razones: precipitación en introducir una figura no exigida por las normas de la Comunidad Económica Europea, excesiva y, a veces, contraproducente protección del accionista sin voto, etc. Se señala, sin embargo, el rol que estas acciones desempeñan en los países anglosajones como mecanismo de financiación sin pérdida del control del grupo dominante.

Así como en los trabajos precedentes se señala el carácter de no esencial del derecho a voto, en otra ponencia se sostiene que tampoco reviste esa condición el valor nominal unitario de las acciones propiciándose la modificación de los artículos 188, 201, 202, 206, 207, 211 y 212 de la Ley de Sociedades comerciales introduciendo el concepto de "Capital Social Ajustado". La evolución de las normas contables, receptando el perfeccionamiento de los sistemas de ajuste de las cifras de los balances, para reflejar el impacto de la inflación sobre poder adquisitivo de la moneda, ha puesto en evidencia la inconveniencia e inutilidad de mantener la expresión "histórica" del capital social. El valor nominal de la acción es reemplazado, como unidad de medida de capital, por la acción misma, así basta con conocer la cantidad de acciones en circulación para saber la medida de la participación patrimonial del titular de acciones. De esta forma se salvaguarda el derecho de propiedad del accionista y se superan las distorsiones derivadas de la inflación.

Por último, una ponencia propone eliminar la proporcionalidad dispuesta por el artículo 311 de la Ley de Sociedades Comerciales, posibilitando a la S.A.P.E.M. que, mediante distintas clases de acciones, facilite el acceso mayoritario al Directorio de la minoría privada. Esto permitiría introducir la figura del "management profesional" como responsabilidad del sector privado, manteniendo el Estado el control de la asamblea y la sindicatura.

Aumentos de Capital

Se propone que se introduzca la exigencia de capitalizar previamente los saldos provenientes de ajustes efectuados para reflejar el deterioro provocado por la inflación, en los casos de aumentos de capital por aportes, para proteger al accionista que no pueda suscribirlos, el que de otra forma perdería posición en su participación.

Esta propuesta, aunque no lo plantea concretamente, cuestiona el sistema establecido en el art. 194 que permite el ejercicio del derecho de preferencia y la posibilidad del receso, prevista en el artículo 245, para el caso de aumentos de capital que superen el quintuplo e impliquen desembolso para el accionista. Por otra parte no extiende el análisis a la posibilidad de aplicar la exigencia a todas las cuentas que integran el Patrimonio Neto, que es el que conforma el total del valor contable de la participación del accionista.

Dos trabajos se detienen en el problema de la justiciabilidad de los aumentos de capital. Ambos coinciden en que los aumentos de capital son revisables judicialmente no adhiriendo a la reciente jurisprudencia (Pampagno S.A.) que sostiene su irrevisabilidad salvo casos de "extrema arbitrariedad". Uno de ellos sostiene que debería verificarse, en los casos de aumento de capital, si se ha informado debidamente a los accionistas, analizando las distintas posibilidad: Que no se informe o se informe mal. (esto invertiría la carga de la prueba) lo mismo si se informa en el mismo acto sin la suficiente antelación y no se otorga un cuarto intermedio para su análisis o si no hay dudas sobre si la información ha sido leal y, por otro lado, que la información haya sido razonable. Analiza también la equiparación del interés social al interés de la mayoría y la confrontación entre aquel y el interés de la minoría, lo mismo que los abusos de mayoría y minoría, concluyendo que el magistrado no puede rehusarse a juzgar.

El otro trabajo que encara el tema agrega que no puede predeterminarse la justiciabilidad de los aumentos de capital, sosteniendo que la excepcionalidad del regimen de que la voluntad mayoritaria forma la voluntad social hace revisable el acto y que en todos los casos debe analizarse la razonabilidad de la decisión. Entiende que el regimen del receso es excepcional y que la acción de responsabilidad puede no alcanzar para reparar integralmente el daño. Concluyendo que en los casos en que exista un interés legítimo, o un daño evidente o una utilización irracional del medio o mecanismos otorgados por la ley, debe permitirse la posibilidad de revisar judicialmente la decisión.

Una última ponencia sobre los aumentos de capital sostiene que si se convoca por edictos a una asamblea, en una sociedad anónima con un elenco estable de accionistas y trata un aumento de capital no razonable, en función de

la reales necesidades la empresa, que signifique una mengua en la participación del accionista danmificado, la decisión debe ser privada de todo efecto jurídico decretándose su nulidad absoluta, por ilicitud de su motivación específica no declarada. Nuevamente se pone en evidencia la problemática de las S.A. "cerradas" o "de familia", en que prevalece el elemento personal desvirtuándose la esencia de las sociedades de capital. Otra vez aparecen los elementos necesarios para una adecuada decisión: información oportuna, razonabilidad y legitimidad.

. Capital

Se plantea la necesidad de exigir un capital mínimo de envergadura para la constitución de una sociedad anónima, teniendo en cuenta el riesgo que supone la limitación de la responsabilidad al capital, a fin de lograr una correspondencia interna más efectiva con el patrimonio y una garantía más concreta y real respecto de los acreedores sociales. También apunta a desalentar la constitución indiscriminada de sociedades anónimas para pequeñas y medianas empresas, induciendo a la adopción de tipos más adecuados como la sociedad de responsabilidad limitada. En este sentido hemos sostenido desde hace tiempo la postura de que se debe asegurar una íntima correspondencia entre la envergadura y complejidad de la empresa y el tipo social adoptado y su estructura patrimonial y funcional. Creemos que debe estudiarse la factibilidad de exigir por parte de los organismos de contralor o los jueces de registro, en su caso, una fundada descripción de la empresa a desarrollar, proyecto de inversión, flujo de fondos, medios de financiamiento interno y externo, etapas de crecimiento, etc., de esta manera, con un adecuado control posterior, se lograrían efectos beneficiosos para la economía, la seguridad jurídica, una tarea preventiva real y efectiva, y no meramente formal, de los organismos de contralor, se eliminaría la "industria" de las sociedades anónimas y su proliferación injustificada, entre otros efectos importantes.

Dos ponencias apuntan a sincerar la expresión del capital. Una de ellas sostiene la necesidad de identificar la noción de capital con la jurídico-contable que resulta del art. 63 L.S.C. y párrafo final del art. 62 L.S.C. proponiendo que se considere capital social sujeto a inscripción el resultante del balance de ejercicio. La otra, en igual sentido, propicia que cuando se utilice el capital social como referencia a efectos de fijar limitaciones, constituir reservas o imponer su reducción, no es prudente considerarlo por su valor nominal sin tener en cuenta los rubros patrimoniales que lo complementan. A tal fin propone que, en esos casos, el valor del capital incluya las acciones en circulación, los aportes irrevocables a cuenta de futuros aumentos

de capital, las primas de emisión percibidas por la sociedad y el correspondiente ajuste integral de esos rubros.

Advertimos en ambas ponencias el reconocimiento de una realidad que la ciencia contable y los analistas financieros vienen reclamando desde hace tiempo, en el sentido de expresar el capital en su real contenido patrimonial y a la vez el desafío que significa la correcta valuación del activo y pasivo de la sociedad. Las normas contables también han ido evolucionando para alcanzar, primero con los sistemas integrales de ajuste y actualmente con la implementación, a través de la Resolución Técnica Nº 10 de la F.A.C.P.C.E., de la teoría de los valores corrientes, una aceptable razonabilidad de las cifras de los blancos. De este esfuerzo interdisciplinario debe surgir un tratamiento legal adecuado que permita superar los actuales inconvenientes que la expresión nominal o "histórica" del capital trae aparejados.

Aportes irrevocables

Dos medulosos trabajos analizan la problemática de los aportes efectuados a cuenta de futuros aumentos de capital, coincidiendo en su naturaleza jurídica como integrante del patrimonio neto de la sociedad y no de su pasivo. Ambas proponen la reforma de la ley para incorporar su tratamiento.

Una sugiere que sean considerados por el Directorio, tratados en la Memoria y expresados en el patrimonio neto al lado del capital. Sostiene que se debe respetar el derecho de preferencia en el correspondiente aumento del capital y que no puede ser considerado como "obligación preexistente" a los efectos de la limitación o suspensión de ese derecho, conforme al artículo 197 L.S.C.. La otra realiza un análisis jurídico - contable de esta figura concluyendo también en que no puede considerárselos un préstamo, y que no es revocable por el aportante si la sociedad está cumpliendo en condiciones normales. Señala también que las normas contables lo ubican en el Patrimonio Neto y deben estar explicitados en las notas a los Estados Contables. Por último propone su tratamiento en los artículos 63-2) II - inc. d) y 65-1) de la Ley de Sociedades Comerciales, como así también su incorporación a las normas de la I.G.J. de Capital Federal.

La existencia de esta clase de aportes obliga a reflexionar seriamente sobre los mecanismos y dinámica de los aumentos de capital como procedimiento idóneo para la captación de recursos para la empresa.

. Comisión Nacional de Valores

Dos importantes trabajos se ocupan de temas relacionados con las Resoluciones de la Comisión Nacional de Valores y sus facultades reglamentarias.

Uno sostiene que debe resguardarse la seguridad jurídica, consecuencia de la permanencia de las leyes y de su correcta interpretación, respetando la jerarquía de las normas y el principio de separación de los Poderes.

Así, sostiene que la alteración del derecho de preferencia y de su limitación o suspensión, por la vía del Decreto 2.284/91, importa una ingerencia de la C.N.V. y contraria al objeto desregulatorio del mismo.

Crítica severamente por inconstitucional la Resolución 203/92 de la C.N.V. y además sostiene que el plazo establecido por la misma para el ejercicio del derecho de preferencia (5 días) es excesivamente reducido.

También analiza las Resoluciones Nº 190/91 y su modificatoria la Nº 204/92 de la C.N.V. que incorporan la oferta pública de adquisición de acciones (OPA), destacando el riesgo que entraña una regulación como la citada que conlleva un grado de inseguridad a las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones frente a la posibilidad de un cambio en el control.

Sostiene que la regulación del take over merece un debate amplio atendiendo a nuestro régimen legal y a las características de nuestro mercado de capitales. Concluye que tal regulación excede las facultades de la C.N.V. y que su incumplimiento, por no estar alcanzado por el artículo 11 de la Resolución Nº 190/91, no daría lugar a la aplicación de las sanciones previstas en el artículo 10 de la Ley 17.811. Luego de señalar algunos errores e imprecisiones de las resoluciones citadas, concluye que no sostiene una posición cerrada frente a la regulación de la OPA sino que forma una crítica a su instrumentación formal y al contenido de la normativa y alerta sobre la necesidad de un amplio debate sobre el tema.

El otro trabajo aborda las funciones de la Comisión Nacional de Valores delimitadas en el artículo 6º de la Ley 17.811 y que en la práctica resulta vulnerado al asumir otras que la ley no le ha otorgado. Sostiene que las Resoluciones Nº 190, 202, 203 y 204, entre otras, de la C. N.V., son inconstitucionales así como nulas de nulidad absoluta, al invadir atribuciones indelegadas del Parlamento. Hace hincapie en la Resolución 190 cuando reglamenta el ejercicio de información privilegiada o confidencial, propiciando que se impulse un proyecto de ley al Parlamento sobre información privilegiada, con todos los efectos y alcances que se quieren asegurar respecto del público inversor.

FINANCIACION EXTERNA

La temática del financiamiento externo de la empresa ha merecido la atención de economistas y juristas, tratando de diseñar instrumentos aptos para dotar a la empresa de los recursos necesarios, manteniendo un adecuado margen de endeudamiento y un equilibrio entre los recursos propios y los de terceros.

En esa tesitura se han presentado trabajos referidos principalmente a obligaciones negociables, factura conformada, financiamiento de empresas en concurso y mecanismos de garantía de las obligaciones generadas.

Obligaciones negociables

Cuatro trabajos encaran ese instrumento incorporado a nuestro derecho por la Ley 23576 reformada por Ley 23.962.

Uno de ellos propone que cuando la emisión de obligaciones negociables se coloque en un porcentaje superior al 30% en el exterior, es obligatorio hacerla conforme artículo 13º de la Ley de O.N. (instituciones financieras o sociedades intermediarias). La sociedad que actúe como intermediaria efectuará la publicidad en dicha plaza, en relación a los supuestos del artículo 27 de la citada ley y reglamentación que se dicte.

Se trata en definitiva de favorecer la captación de fondos ya sea de inversionistas extranjeros, como la de capitales de origen nacional depositados en el exterior.

La segunda ponencia referida, analiza el régimen de O.N., los requisitos para su emisión y especialmente la utilización del régimen de O.N. en el mercado inmobiliario y se detiene especialmente en las obligaciones con garantía hipotecaria como instrumento para alentar la inversión privada en la construcción de inmuebles, propiciando que se faciliten los trámites relacionados con su emisión y se reglamenten situaciones registrales vinculadas con su constitución, cancelación y fracaso total o parcial de la suscripción.

Un tercer trabajo analiza en profundidad el régimen de Obligaciones Negociables concluyendo que la normativa actual sobre este instrumento es suficiente para su regulación no siendo necesaria reforma alguna.

A diferencia de los otros trabajos que se analizan, sostiene que el régimen de O.N. con garantía hipotecaria se aparta del Código Civil, por las siguientes causas: 1) El beneficiario de ella es indeterminado; 2) Basta para su transmisión la transferencia de la O.N. sin requisitos de inscripción registral; 3) Se constituye y se cancela por declaración unilateral de la emisora y 4) Se otorga por instrumento privado.

El cuarto trabajo se ocupa exclusivamente de las Obligaciones Negociables con garantía hipotecaria sosteniendo que el artículo 3º de la Ley de O.N. es compatible con la normativa del Código Civil, debiendo ajustarse, la constitución del gravamen a los requisitos de fondo y forma de la ley sustantiva. Analiza las disposiciones citadas y expresa que su posición en el sentido de que se impone el otorgamiento de escritura pública y consecuente inscripción registral.

Por último se analiza una ponencia que enfoca concienzudamente los títulos representativos de la deuda privada y el concurso del emisor, sosteniendo que los resortes legales actuales, casi exclusivamente la ley de obligaciones negociables, resultan estrechos para resolver eventuales controversias. La expansión de la actividad financiera a partir del proceso de desregulación, obliga a un estudio profundo de las nuevas condiciones económicas para dotarlas de un marco jurídico apto. En materia de procesos concursales no existen dispositivos que admitan la participación activa de grupos o categorías de acreedores, que actúen por medio de representantes y entonces, cuando la deuda aparece atomizada por la existencia de empréstitos colectivos, la actuación individual de los acreedores produce un innecesario dispendio económico y jurisdiccional.

Termina sosteniendo que la creatividad en materia de lo que ha dado en llamarse "ingeniería financiera" resulta un instrumento valioso en el estudio y acceso a soluciones dentro del marco de los concursos.

. Financiamiento. Garantías

Un pormenorizado análisis se efectúa del régimen reformado (Ley 24.064) de la factura conformada y se concluye que resulta un instrumento idóneo para coadyuvar al financiamiento empresarial. Se efectúan las siguientes sugerencias: a) Declarar expresamente exento del pago del impuesto proporcional del 30 o/oo por año (art. 62 - Ley 18.524) al descuento de facturas conformadas; b) Simplificar y armonizar la factura conformada con el régimen general de facturación (Res. 3511- D.G.I.); c) Revisar las normas penales incorporadas a la Ley 24.064 y d) Adaptar los reglamentos bursátiles para facilitar la cotización del instrumento.

Otro trabajo revisado analiza acabadamente los medios de financiamiento empresarial en la Argentina y especialmente la relación empresa - medios de financiamiento - concurso preventivo. Se concluye que las dificultades para acudir en auxilio de las empresas en crisis no proviene de la normativa relativa a medios de financiamientos sino de la propia ley concursal, fundado en lo

siguiente: El artículo de la Ley 19.551 requiere el estado de la cesación de pagos para la apertura del procedimiento concursal, estado que no se compadece con la posibilidad de la empresa de emitir títulos de deuda privados. El artículo 57 L.C. anula la posibilidad prevista en el artículo 42 L.C. de proponer la emisión de estos títulos en el Acuerdo Preventivo, al exigir un régimen de mayoría casi inalcanzable para este tipo de propuesta (tres cuartas partes de los acreedores que representen cuatro quintas partes del capital computable). Por ello se recomienda la reforma de la Ley Concursal en lo que se refiere a los presupuestos para la apertura del concurso, propuesta de Acuerdo y régimen de votación de la misma.

El último aporte analizado se refiere a las sociedades de garantía recíproca analizando un proyecto de ley uruguayo. Este tipo de sociedad, de gran utilidad para el financiamiento de las PyMEs, tiene por objeto el actuar con un intermediario financiero dedicado a la prestación del servicio de aval, que sobre la base de una compensación técnica de riesgos, distribuye los mismos estadísticamente por medio de una actividad empresarial organizada, siendo una sociedad mercantil de capital variable, con la responsabilidad limitada de sus socios cuyos servicios se prestan exclusivamente a estos en forma mutua. Luego de analizar el proyecto citado concluye en que es una fórmula interesante como apoyo al financiamiento de las empresas dotándolas de las garantías necesarias a tal fin, sugiriendo su promoción dentro del marco del Mercosur.

Con esto concluye el análisis de las veintisiete ponencias presentadas a esta Comisión III sobre Financiamiento Interno y Externo de las empresas.

Huerta Grande, 12 de Octubre de 1992