

- 73 -

COMISION V

Edgar I. Jelonche

" ACCIONES Y OBLIGACIONES ESCRITURALES "

Ponencia: La reforma a la Ley 19550 deberá admitir, con carácter facultativo para las sociedades anónimas, la emisión de acciones escriturales, que expresen la totalidad o una parte del capital social (determinadas clases de acciones) en forma permanente o temporaria (con posterior emisión de certificados representativos) y cuyos registros sean llevados por las propias sociedades o por instituciones autorizadas.

La misma facultad deberá concederse para la emisión de debentures u otras obligaciones.

Fundamentos: Las sociedades anónimas, particularmente las que recurren al ahorro público, se ven actualmente en la necesidad de incrementar continuamente sus capitales, sea por nuevas suscripciones, sea por pago de dividendos en acciones o capitalización de saldos de revalúo contable y , eventualmente, de reservas libres.

El crecimiento del stock de títulos representativos de las acciones ocasiona diversos problemas de difícil solución, tales como altos costos de impresión y del servicio de administración de los títulos; demoras en la captación de fondos; iliquidez; dificultades para las operaciones entre diferentes plazas, etc .

El costo de impresión de las láminas de harto considerable, dadas las normas de seguridad, calidad de papel y controles que se exigen.

Hasta ahora, se han aplicado diversos paliativos que, como tales, no permiten superar el problema en su exacta dimensión. En efecto, las sociedades han procedido en muchos casos a elevar el valor nominal de sus acciones. Pero dicho valor , no puede crecer indefinidamente, ya que tiende a hacerlas menos competitivas frente a otros activos que se negocien en unidades menores, siendo este un factor sumamente importante a considerar (1).

Alternativa o complementariamente a la corrección del valor nominal, se modifican las proporciones del laminado, elevando el número de acciones que pueden expresar los títulos menores y variando los porcentajes en los demás, con lo cual los títulos múltiples pueden representar cantidades cada vez mayores de acciones.

La composición del capital en términos de láminas chicas, medianas y grandes,

es tema regulado por los reglamentos de las bolsas de comercio, que han venido modificando periódicamente las proporciones mínimas en cada tramo (2).

Sin embargo, tanto la elevación del valor nominal como la variación en el número de acciones que expresan los títulos, no puede extenderse permanentemente, ya que genera problemas técnicos para la negociación y afecta eventualmente la posición de los accionistas minoritarios. Es así como en los casos de nuevas suscripciones, dividendos en acciones o capitalizaciones de revalúos, las fracciones que deben liquidarse en efectivo tienden a ser cada vez mayores. Las sociedades las pagan en dinero y proceden a vender en bolsa los saldos agrupados, recuperando así los desembolsos que efectúan. No obstante, para los inversores con tendencias muy reducidas, el problema es que en oportunidad de cada distribución, reciben efectivo en vez de acciones, disminuyendo así sus tendencias, que sólo pueden recuperarse con inversiones adicionales (3).

A los referidos problemas cabe agregar lo atinente al costo y riesgo de administración de los títulos: corte y conteo de cupones en oportunidad de cada recomposición del capital; deterioro que sufren las láminas; eventuales pérdidas o extravíos, etc., si bien en parte este tipo de dificultades tiende a ser solucionado por la inmovilización de los títulos en depósito colectivo.

Otro problema que trae aparejada la representación material de las acciones en la demora en el lanzamiento de las emisiones así como el pago de dividendos y revalúos.

En el caso de las nuevas suscripciones, las demoras inciden negativamente en la captación de fondos, ya que aquella no pueden lanzarse sin la contrapartida de los títulos o certificados, provisorios impresos a integrar a los suscriptores. Lo contrario implicaría un desalentador e incierto lapso de iliquidez (4). Dada la intercomunicación cada vez mayor de todos los sectores del sistema financiero (del cual el mercado accionario es sólo una parte), si a los riesgos inherentes a la inversión en acciones, se sumaran la indisponibilidad inicial, la suscripciones resultarían poco competitivas frente a otras alternativas.

A su vez, las demoras en el pago de dividendos en acciones y revalúos perjudican a los accionistas, al no poder negociar los títulos en circunstancias favorables y obtener ganancias de capital, que son la contrapartida de la política de autofinanciación empresarial.

Los problemas mencionados son comunes a casi todos los países que cuentan con mercados de capitales desarrollados, por lo que se está recurriendo cada vez en mayor medida a los sistemas de depósito colectivo (que son ya una realidad en todos ellos), y más recientemente, a la "desmaterialización" de las acciones y obligaciones.

En tal sentido, se registran experiencias varias, tales como la ley de sociedades por acciones brasileña, que admite las acciones escriturales (5); un sistema opcional vigente en Gran Bretaña, que actualmente está siendo revisado para darle una mayor aplicación; un sistema similar vigente en Dinamarca; otro en Noruega para las obligaciones (6); otro en Suecia, si bien no con alcance general (7). Proyectos de "desmaterialización" de las acciones se hallan actualmente a estudio en Francia y Bélgica (8). Asimismo, la reforma introducida en 1975 a la legislación estadounidense impone como política a la Comisión de Valores y Bolsas propender a la supresión de la representación material de los títulos, como uno de los medios

tendientes a la integración del mercado nacional. La SEC debe informar al Congreso anualmente sobre los pasos dados en la consecución de tal objetivo (9).

La actual tendencia que se observa en la legislación comparada es el resultado del avance experimentado por las técnicas de comunicación y procesamiento electrónico de datos, que lleva a una intercomunicación cada vez mayor entre los mercados de capitales. Los nuevos procedimientos van haciendo posible una integración más efectiva, al agilizar las transacciones y disminuir los riesgos de la manipulación de los títulos, con menores costos operativos.

Si bien nuestro mercado, como ocurre con todos los de Latinoamérica, aún no está en la etapa de integración a nivel internacional (10), soporta las dificultades antes apuntadas en orden a su desenvolvimiento interno, a las que cabe agregar dilaciones y altos costos para el transporte de títulos valores desde Buenos Aires hacia las plazas del interior que operan sobre ella por télex o teletipo.

Las acciones escriturales, admitidas opcionalmente, permitirían superar en mucho los problemas analizados. Si bien no se descarta que el procedimiento pueda ser adoptado incluso por las sociedades anónimas cerradas, serían particularmente las que recurren al ahorro público las que podrían obtener gran beneficio. Las emisiones se inscribirían en cuentas administradas por las propias sociedades o eventualmente por instituciones autorizadas al efecto.

Los titulares de dichas acciones tendrían constancia fehaciente de sus tenencias y verían simplificado el servicio de administración. Las transferencias se efectuarían por asientos de cuenta a cuenta.

Tales facilidades obviarían el alto costo de impresión de las láminas, la corrección del valor nominal o frecuente elevación de los títulos múltiples mínimos liquidación de fracciones en dinero, etc.

No menos beneficioso resultaría para las sociedades el acortamiento de los plazos efectivos que corren desde que la asamblea resuelve un aumento de capital hasta que ingresen al haber social los fondos de suscripción.

Para los ahorristas, existiría la ventaja de la imedita liquidez y fácil negociación, a lo que se agregaría la mayor seguridad en la administración de sus carteras.

La ponencia contempla la posibilidad de que las acciones escriturales no sean definitivas, sino que, precisamente para resolver las demoras en la emisión y lanzamiento, puedan ser utilizadas en forma temporaria, contando las sociedades con todo el tiempo necesario para proceder a la impresión de los títulos, si por motivos que pudieran sobrevenir consideraran preferible la representación material.

Por las mismas razones, la "desmaterialización" debería extenderse a los empréstitos, sea de debentures u otras obligaciones.

La propuesta implica escindir los conceptos de acción = unidad de participación en el capital social y de acción = título valor.

La acción escritural no pierde las connotaciones atributivas del "estatus socii" y actúa plenamente como activo financiero, cumpliendo los dos efectos fundamentales que caracterizan a esta noción, a saber: efecto de "intermediación" en -

entre el ahorro monetario u la inversión en cativos reales, y efecto de "transmutación" en la propiedad y administración de dichos activos (11), actuando las acciones en este aspecto como bienes de segundo grado, en cuanto representan una propiedad indirecta, sobre la base de la disciplina societaria, respecto de los activos sociales (12).

NOTAS:

- (1) El fraccionamiento de las acciones que alcanzan un valor considerado alto es frecuente- por ejemplo- en el mercado estadounidense (stock split). En nuestro país no es usual, pero debe tenerse presente que los valores nominales admisibles en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires son \$ 1, 10, 100, 1.000 y 10.000 por acción, aunque en casos excepcionales y siempre que las condiciones del mercado lo permitan pueden autorizarse valores nominales superiores (RC n° 1/81).
- (2) Las sociedades autorizadas a cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires cuyos capitales no sobrepasan 100 millones, deben emitir como mínimo un 10% en títulos de hasta v\$ 10.000. Las que excedan de ese tramo y hasta \$ 1.000 millones de capital, deben emitir el 10% en títulos de hasta v\$ 100.000 y las que sobrepasen las dos categorías anteriores, deben expresar el 10% en títulos de hasta v\$ 1.000.000.-
- (3) La cuestión referente al reagrupamiento de acciones (advieftase que la elevación del número mínimo expresado en los títulos tiene el mismo efecto) y el derecho de los accionistas a conservar su posición en la sociedad, no es nueva, por cierto, ASCARELLI sostenía que el socio no podía ser obligado a vender o comprar para mantener su condición de tal. Ver: "Questioni in tema di società per azioni", en: Banca, Borsa e Titoli di Credito, 1950, I, p.78; en el mismo sentido, DALSACE, A., "De quelques difficultés relatives au regroupement des actions", en: Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1951, I, p.20, comentando las disposiciones sobre depósito de valores en la CCDVT, hoy transformada en la SICOVAM.
- (4) La Bolsa de Comercio de Buenos Aires exige a las sociedades autorizadas a cotizar que pongan a disposición de los suscriptores los títulos definitivos o certificados provisorios, dentro de los diez días de efectuada cada operación, plazo que se extiende a quince días para las sociedades domiciliadas en el interior del país (RP. 6/81).
- (5) Ley n° 6404 del 15/12/76, arts. 34 y 35.
- (6) La Federación Internacional de Bolsas de Valores está llevando a cabo un estudio sobre el tema. Los datos consignados han sido tomados del informe preliminar remitido por la Bolsa de Londres.
- (7) Informe citado en nota anterior. Ver, además, STERN, T. "Nuevas formas para

- 77 -

emisión de acciones, pago de dividendos y otros aspectos del manejo accionario"., en R.D.C.O., año 11, p. 469.

- (8) Informe citado en nota (6).
- (9) Securities Exchange Act. Section 17 A (e).
- (10) La Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, que tiene como uno de sus objetivos fundamentales propender a la integración de los mercados bursátiles del continente, ha encarado algunas iniciativas que exploran las posibilidades en ese sentido, las que se hallan aún en sus etapas iniciales.
- (11) MOORE, Basil L., "An Introduction to the Theory of Finance", New York, 1968 p.270.
- (12) ASCARELLI, T., "Studi in tema de societá", Milán, 1952, p.42, nota 85.

===