

Carlos Bollini Shaw
Mario Augusto Goffan

1) Lo que dice nuestra ley.

El art. 220 de la Ley de Sociedades condicionan las compras de las propias acciones por parte de la Sociedad, ya que solo admite su compra para cancelarlas, (inciso 1) previo acuerdo de la reducción de capital, o excepcionalmente (inciso 2), permite adquirirlas con ganancias realizadas y líquidas, o reservas libres, cuando estuvieren íntegramente integradas, y para evitar un daño grave, que será justificado en la próxima asamblea ordinaria.

El tercer inciso trata la adquisición de acciones habida por integrar un establecimiento (fondo de comercio) que se adquiere, o de una sociedad que incorpora.

El artículo 221 manda que los directores, para los casos de los años incisos 2 y 3 del artículo 220, que venda las acciones adquiridas dentro del año, aplicándose para su venta, el derecho de preferencia de los socios establecido en el artículo 194 LS. Asimismo establece que los derechos de las acciones quedan suspendidas hasta su enajenación, y no se computaran para la determinación del quorum ni de la mayoría¹.

2) Problemas que pueden surgir.

Los problemas básicos que pueden surgir de la propia compra de acciones son entre otros los siguientes: 1) Fijarles un valor razonable; 2) Permitir que por este sistema la propia sociedad o sociedades controladas hagan un juego de agiotaje (art. 300 inc. 1 y 2 del Código Penal) adquiriendo y vendiendo arbitrariamente sus propias acciones consiguiendo precios que no son acordes al valor intrínseco del patrimonio social². 3) En caso que los directores o gerentes de las sociedades tengan remuneraciones retribuidas con opciones de compra de acciones de la sociedad, como premio de permanencia o por servicios prestados a la misma, puede dar lugar a manejos turbios, a fin de darles un mayor valor en el momento de ejercer la opción o un menor valor para cuando le son ofrecidas a los directivos, ya sea por compras o ventas de las acciones de la sociedad. 4) También puede tender a cambiar las mayorías o perjudicar o dejar afuera a las minorías.

3) Casos que la ley permite.

Halperin³ dice que se trata de una verdadera "incapacidad" de la sociedad, creada por la propia ley en protección de la misma sociedad y de los terceros

¹ "El Derecho" 65 Pág. 821 y E.D.145 - Pág. 975; El Dr. Carlos Bollini Shaw trató allí el problema de la valuación de las acciones y la intangibilidad del capital.

² "Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles" - Carlos Bollini Shaw y Mario Goffan - Abeledo Perrot 1995 Pág. 32.

³ Halperin, Isaac "Sociedades Anónimas" Depalma 1974. P. 317.

acreedores, su violación produce la nulidad del acto, no sería nula la venta a un tercero de buena fe. Cita a Escarra y Rault, quienes afirman que es lícito toda adquisición que observe estas reglas: 1) Que respete el derecho de los acreedores sociales, 2) que deje a salvo la igualdad de los accionistas, 3) que se resuelva por el órgano competente. 4) que se ajuste al interés social. Halperin dice que con estas limitaciones se alcanza una solución análoga a la de nuestro derecho. No coincido con esta última acotación, ya que nuestro derecho nada dice respecto a estas limitaciones y porque su ejercicio es más subjetivo, y, en definitiva, hay que enajenarlas dentro del año ⁴.

La ley permite su compra "en casos excepcionales", y para "evitar un daño grave que será justificable en la próxima asamblea ordinaria".

Nissen ⁵ manifiesta que el caso excepcional y el hecho de evitar un daño "tieneuna importante cuota de subjetividad, que se relaciona con la repercusión que los socios asignan al evento grave que se pretende hallar o evitar ⁶.

Sigue diciendo que uno de los peligros graves referidos a las sociedades que cotizan pueden surgir de la propia compra de acciones en la bolsa, el directorio puede ser autorizado a adquirirlas para evitar la caída del precio de éstas.

En Japón, una de las causas de la baja de las acciones en la bolsa, se debe a que el Ministerio de Comercio incentivaba a los bancos, especialmente si eran del mismo grupo económico, (similar a las recompra), a adquirir acciones de aquellas sociedades que estimaban estaban por debajo de la cotización que les correspondía. Llegó a tal dislate esta política que los price earnings llegaba a 60 o más años para amortizar el precio de la acción en cuestión.

Volviendo a lo dicho por Nissen, éste cita a Gutierrez Zaldivar, donde manifiesta que existiría una confusión en lo que la sociedad es deudora del precio de las acciones y acreedora de las acciones que tiene en cartera. Luego dice que cesa dicha confusión (art. 867 del Cód. Civil) cuando las partes interesadas restituyan los derechos temporariamente extinguidos.....(es decir al ser repartidas o vendidas).

Esta tesis es teórica, ya que la sociedad al comprar la acción con ganancias realizadas y líquidas, o reservas, los derechos de éstas quedan suspendidos (art. 221 Párrafo 2). No es deudora y acreedora, sino que momentáneamente habría una disminución del patrimonio social, que al no ser definitiva, no se inscribe.(No confundir con el teórico capital social de nuestra ley, que no tiene utilidad práctica alguna.)

La acción en poder de la sociedad solo es potencialmente un valor que puede vender la sociedad o repartir a los socios, pero mientras que no se haga, dicha acción no dá derecho a nada.

⁴ Garo, Francisco J." Sociedades Anónimas" 1954 T. 7, Pág. 243 y sig. Trata el antiguo art. 343 C. Com. que prohibía la adquisición, salvo que tuviere autorización de la asamblea, y en las condiciones exigidas por la ley, dice que la disposición es de orden público. Alega la defensa de la integridad del capital social. En caso de no cumplirse los requisitos legales, dice que el acto adolece de nulidad absoluta por ser prohibido por la ley (art. 953 y 789 inc. 5 Código Civil) y por ser realizado por personas incapaces (sin capacidad de derecho art. 1040/1 Cód. Civ.) Esta tesis ha quedado superada por la LS y la aplicación práctica actual.

⁵ Ley de Sociedades Comerciales" – Ricardo Nissen Ed. Abaco, 1994, T^o 3 Pág. 274 y siguientes.

⁶ Nissen cita un fallo de Halperin de la Cám Nac Com Sala "A" 29/10/79 – Frigorífico Pampa S.A. La Ley T^o 1980 B Pág. 87.

En realidad el sistema de compra de sus acciones es un medio que tiene la sociedad válido, para defender su valor patrimonial.

4) En Estados Unidos.

Se halla permitida la adquisición de acciones por la propia sociedad. El recurso extremo son los Leveraged Buy Outs, en los cuales los directores hacen que la sociedad vaya adquiriendo a sus socios la mayoría de las acciones, y finalmente las acciones que quedan son compradas a los accionistas remanentes, dejando la sociedad en manos de los directivos, éstos a su vez adquieren las acciones restantes por medio de emisión de bonos, o de bonos basura o préstamos. Este procedimiento debe ser aprobado por asamblea extraordinaria ⁷.

5) Razones para adquirir las acciones.

Cary y Eisenberg ⁸ enuncian las razones para la adquisición de las acciones: apoyar su valor en el mercado, incrementar la proporción del valor o ganancias por acción de las que quedan, permitiría a la sociedad a satisfacer las opciones de compra (acciones para los ejecutivos o asalariados), o hacer adquisiciones sin diluir pesadamente las ganancias por cada acción, cumplir con el contrato de venta estipulado en el caso de muerte de un accionista, eliminar acciones fraccionales, impedir que las acciones sean transferidas a un accionista externo no deseado, eliminar a un accionista disidente, reducir la cantidad de acciones que detenta el público, o mantener la proporción de los accionistas controlantes, evitar el exceso de dinero en efectivo en el haber societario, aumentar el valor de las acciones restantes para ser menos apetecible la adquisición de la sociedad. Sacar de circulación las acciones del mercado para hacer vender sus acciones a los accionistas minoritarios, cumplir con derechos adquiridos de venta de acciones, adquirir acciones para reducir o eliminar las preferidas que aparejan dividendos no favorables, cambiar la estructura del capital al aumentar la proporción de la deuda con activos accionarios.

Dicen estos autores que la discusión ha quedado obsoleta debido a la ley vigente. Pero las adquisiciones quedan sujetas a la obligación fiduciaria de los directores y accionistas controlantes y cuestiones establecidas en la Williams Act.

La Model Act.⁹ establece que las acciones recompradas se reviertan automáticamente al estatus de acciones autorizadas no emitidas con lo cual evitan complicaciones legales. La ley de Nueva York solo autoriza la compra con ganancias o capital disponible, también permite la reducción de acciones con capital (N.Y. BCL 513). Delawer lo prohíbe si perjudica al capital social. La Model Act. la considera una "distribución".

⁷ Ver también: "Toma del Poder Societario... en USA" - Carlos Bollini Shaw E.D. T° 120 pág. 756.

⁸ "Corporations. Cases And Materials" 6ta. Ed. Williams Cary, Melving Aron Eisenberg. University Cases Book Series April 1988 pág. 1375 y sig.

⁹ "Corporations Law and Policy" - Lewis Salomon, R.B. Stevenson Jr., Donald E. Schwartz. American Casebook Series West Publ. 1982 P. 209 y sig.

Varias de las causas enunciadas pueden perjudicar a los accionistas minoritarios, en tal caso ellos deberán probarlo y pedir el resarcimiento correspondiente, o de ser posible, impedir o pedir la revocación del acto. Esto solo sería posible en las sociedades cerradas. Tampoco puede ir contra el interés de la sociedad, ni cambiar las mayorías o minorías sociales. Se podrían llegar a distribuir las acciones adquiridas como dividendos, siempre y cuando ello no perjudique a las minorías al sustituir los dividendos en dinero por acciones que pueden no tener liquidez en el mercado, con lo cual podría poner en aprietos monetarios a la minoría ¹⁰.

También puede ser útil para cambiar la estructura del capital al aumentar la proporción de la deuda en los activos accionarios, cuando se consiguen créditos a baja tasa de interés.

Las limitaciones más frecuentes son financieras. En un principio se prohibieron las adquisiciones si podían aparejar la insolvencia de la sociedad. Actualmente se las asemeja a la distribución de dividendos, pero las limitaciones financieras son más problemáticas que aquellas para la distribución de dividendos, las cuales están legisladas. Generalmente se autoriza su adquisición con su propio capital, o por medio de emisión de bonos o debentures. Deberá de especificarse en los estatutos la manera de proceder a la recompra ¹¹.

6) Inglaterra.

La Companies Act. de 1980 en su artículo 35 limita la adquisición de sus acciones a si existe una consideración valedera para las compras, también las pueden hacer para reducir su capital.

Si el directorio no cumple con estas reglas se le aplica multas, o prisión.

La sociedad podrá adquirirlas (Art. 37) y detentarlas si tiene un interés beneficioso en esas acciones. La sociedad deberá cancelarlas en ese ejercicio al valor nominal y no se podrá votar con dichas acciones ¹².

En definitiva la ley permite recomprar las acciones si la consideración es valedera. Es decir si le conviene fehacientemente a la sociedad.

7) Uruguay.

La ley uruguaya en su artículo 314 reproduce casi textualmente nuestro artículo 220 inc. 2 y 3 y el artículo 221 LS.

¹⁰ El abu "so de poder de la mayoría" Ana M.M. de Aguinis. A. Kleidermacher. "Conflictos Societarios" Ed. Abaco. 1983 P.163 y sig. Tratan del abuso de poder de la mayoría, que lo ejerce sin violar la ley. Puede ser pasible a la acción de nulidad del art. 251 L.S. El interés de la mayoría no es aveces igual al interés social, o la ausencia o desconocimiento del interés social) "Los Derechos de las Minorías en las S.A. Carlos Bollini Shaw, Ricardo Nissen E.D. 87 P. 904, y siguientes.

¹¹ Cary y Eisenberg. ob cit. Los autores citados ponen énfasis en la forma de ser adquiridas y valuadas las acciones. (técnica de capital, del costo, reducción de exceso, los efectos de la cancelación y los problemas que surgen entre los accionistas y la sociedad respecto a sus obligaciones).

¹² Sweet y Maxwell. "Companies Act" M.Kay. Ed. 1980. P.411.

8) Brasil

La ley brasileña de 1979 y Modif. 1985/6 en su artículo 30 permite la adquisición de acciones para que permanezcan en su tesorería o para su cancelación, si se adquiere con sus ganancias o reservas que no sean las legales.

Si la compañía fuera abierta deberán de seguirse las normas de la Comisión de Valores Mobiliarios que podrá subordinar la autorización previa en cada caso. Estas acciones no tienen derecho a dividendo ni voto.

9) Francia ¹³

En principio está prohibida, puede ser autorizada por la asamblea general que decida la reducción de capital no motivada en pérdidas, debiéndose anular los títulos (art. 217 ley A1 1).

En las sociedades que cotizan en bolsa, se utiliza este método para disminuir el capital "flotante" y asegurarse de una eventual adquisición no querida. Permite disminuir el monto de los dividendos a pagar.

Solo le permite su adquisición sin anular sus acciones si es adquirida con los resultados de la empresa (ganancias), para cumplir con opciones de acciones para los asalariados, o si cotizan en bolsa, para regularizar su cotización. También puede detentarlas por una transmisión a título universal.

El precio de la compra deberá de ser acordada por la sociedad emisora, por la asamblea especial de accionistas con derecho a dividendo preferente, con el quórum y mayorías previstas para las asambleas extraordinarias. En caso de discusión las partes designarán un experto o lo decidirá el presidente del Tribunal competente.

Vemos que son limitados los casos de adquisiciones posibles.

10) La problemática.

En "The Economist" ¹⁴ describe el problema de la recompra de acciones en Europa. Alemania no permite la adquisición de las propias acciones hasta que los gobiernos estatales se pongan de acuerdo en como imponer dichas compras. Los inversores se perjudican por la demora.

Cuenta el caso de Basf, que dispone de una gran cantidad de dinero en su poder y carece de mejores alternativas para colocarlo que la compra de sus propias acciones.

En Estados Unidos no hubiese existido este problema. En la misma revista en otro artículo pone el ejemplo de Exxon, que aumentó el pago de sus dividendos al 14,5% al adquirir sus propias acciones.

También se prohíbe la compra en Austria y Noruega. Dinamarca, Holanda, Suecia y Suiza tratan de evitarlas imponiendo pesadas cargas impositivas.

En Alemania y Francia se está tratando de liberalizar las leyes, pero están determinadas por cuestiones políticas.

¹³ "Sociétés Commerciales" 1992 Francis Lefebvre Ed. Pág. 633 y siguientes.

¹⁴ "The Economist" 15 de agosto de 1998 pág. 62"

Manifiesta el articulista que en Europa existen 140 sociedades que quieren recomprarse las acciones por un valor de 12.000.000 de dólares en total, pero tienen serias dificultades.

Las sociedades aumentan su dinero disponible debido a que en algunos países deben de pagar por la distribución de sus dividendos hasta el 50% en impuestos, y los inversores no quieren tener esa quita. También las sociedades han vendido negocios que no quieren, quedándose con el dinero. (Por ejemplo conglomerados que venden las empresas que no son sus negocios esenciales).

Los bancos y aseguradores encuentran atractivas la recompra de sus acciones ya que consiguen adquirir bonos a bajo interés.

La Unión Europea, desde 1974 permite a las empresas de sus estados miembros la recompra de hasta el 10% de sus acciones.

La duda es si se los impone como dividendos o como ganancias de capital.

En Alemania los accionistas que adquirieron acciones hace más de 6 meses no deben de pagar impuestos a las ganancias de capital si las sociedades las recompran, pero ha sido suspendida esta medida por los ministros de economía locales.

En Estados Unidos son propiciadas por los inversores que tienen un capital elevado porque el impuesto a la ganancia de capital es menor que al de los dividendos (problemática debido a la injusta doble imposición a la distribución de dividendos).

En Inglaterra existe un boom a la recompra a pesar de que los impuestos son análogos.

Las conclusiones de "The Economist" es que debe existir una flexibilidad para la devolución del capital a los accionistas.

11) Conclusiones:

Deberán de reformarse los artículos 220 y 221, de la ley de sociedades permitiendo la recompra de las acciones por las propias sociedades, siempre que el estatuto lo permita, con los quórum determinados en los mismos, o aquellos necesarios para las asambleas extraordinarias sino fuera requerido un quórum mayor.

Para aquellas sociedades que cotizan en bolsa, si el estatuto lo permitiera, deberían autorizar al directorio, a la compra de las acciones, debiendo éste rendir cuenta luego ante la asamblea correspondiente.

La compra podrá efectuarse ya sea con ganancias o reservas disponibles, o por medio de la emisión de bonos, debentures, o a la manera que fuera conveniente siempre y cuando no traiga aparejada graves dificultades financieras a la sociedad.

Deberá de establecerse un método para evaluarlas que podrá ser reglamentado por la Comisión de Valores.

En el caso de requerirse asamblea previa para las sociedades cerradas, allí deberá determinarse el precio de las acciones.

Las acciones que se detentan en cartera no devengarán dividendos ni podrá votarse o ejercer derecho alguno con ellas. No existiría la obligación de revenderlas en el ejercicio. La sociedad al disponer de ellas en su poder, oportunamente podrá cancelarlas, disminuyendo el capital, por su valor nominal (ya que éste existe), o

volverlas a vender si fuere necesario, o repartirlas entre los socios de acuerdo a la proporción de acciones que detenten en relación al capital.

En el balance deberan de figurar como acciones en cartera, pero estimo que sin valor alguno.

En definitiva, la adquisición de acciones no debe trasgredir el interés social ni ser ejercido en abuso de poder por las mayorías para desplazar o perjudicar a las minorías accionarias.

Como en todos mis artículos y ponencias que trato estos temas insisto que deberá de establecerse una figura penal especial que para el directorio que no actúe dentro de sus responsabilidades de fiduciario. Se descuenta desde ya que además le es aplicable en su caso lo establecido por el artículo 59 de la ley de sociedades.

12. EN NUESTRO PAIS

Es bien sabido que las dos motivaciones que deciden los movimientos de los inversores en los mercados de capitales, son la codicia y el miedo. Cuando prevalece la primera, los mercados suben, cuando lo hace la segunda, bajan. Cuando el miedo domina las decisiones se producen altibajos, es decir movimientos en serrucho que estamos viendo en estos dias.

Si bien hay altibajos la tendencia es a la baja. Ello se explica en razon de que los inversores externos no han reaccionado rapidamente frente a los efectos tequila y asiatico.

Entonces, frente a una gran caída que quizás no se condiga con la realidad de la empresa cotizante se presenta la posibilidad de recurrir a medidas como la recompra de acciones por parte del mismo emisor.

Ahora bien, el cimiento de un mercado de capitales exitoso es la confianza del inversor y la base de la confianza del inversor es un mercado donde todos los participantes, los grandes y los pequeños, los de adentro y los de afuera, los sofisticados y los menos sofisticados tengan la misma igualdad y oportunidades de intervenir.

Si los inversores creen que el mercado esta manipulado en su contra y creen que los de adentro tienen mejor información que la que tienen ellos entonces no participan.

Siendo ello así debe permitirse como una medida excepcional la compra de acciones por parte del emisor a fin de no distorsionar el mercado y por supuesto dar a conocer conf resoluciones generales 190/91 y 227/93 de defensa de la transparencia en el ámbito de la oferta pública "todo acto u omision que afecte o pueda afectar la transparencia en el ambito de la oferta publica.

Dicha obligación recae en los administradores de las entidades que realizan oferta pública de títulos valores o los integrantes del órgano de fiscalización quienes deben informar por escrito a la C.N.V.

La resolución general n° 290 de la CNV que aprueba las normas de la misma explicita en su anexo I capítulo I Acciones punto 2.1.4 ADQUISICION DE ACCIONES PROPIAS (art. 11) "Las emisoras que decidan adquirir sus propias acciones en los términos del art. 220 inciso 2° de la ley de sociedades comerciales

deberán adecuarse a las Normas y a las regulaciones operativas que al respecto dicten las entidades autorreguladas en que han de efectuarse las adquisiciones.

Toma como requisitos ineludibles la toma de la decisión por el organo de administracion, la publicidad y que dichas adquisiciones deben efectuarse con ganancias realizadas y líquidas o reservas libres que resulten del ultimo balance anual aprobado y que se encuentren pendientes de distribución.

No creo acertado la conjunción disyuntiva "o" en vez de la conjuntiva "y" ya que nada impide a la empresa cotizante a destinar tanto ganancias como reservas libres a sabiendas que luego deberá reintegrarlas a la venta.

Asi fija las siguientes restricciones:

1.- se tenga conocimiento de la existencia de una oferta publica de adquisicion de acciones

2.- las acciones fueran propiedad de o administradas directa o indirectamente por los directores, administradores, sindicatos, integrantes del consejo de vigilancia o gerentes de la emisora y

3.- no hubiere transcurrido un dia desde la publicación del anuncio de la decision de la sociedad de adquirir sus propias acciones

La empresa CRESUD informó el dia 125 de agosto de 1998 a la Bolsa de Comercio que adquirió 140 mil acciones propias, en el marco de la vigencia de la reglamentación de la C.N.V. supra referida, que permite este tipo de operaciones. Anunció tambien que lo hizo con fondos provenientes de ganancias y su causa fue la situación imperante en el mercado bursatil.

13. CASO DEL BANCO BANAMEX

Este Banco estatal mejicano tenía por función comprar bonos estatales en distintas bolsas a fin de poder mantener su cotización. La práctica mostró que no pudo frente al arrastre del tequila.

14. POSIBILIDAD DE CREACION DE UN FONDO DE SEGURIDAD IDENTICO AL CREADO PARA SALVAGUARDA DE LOS BANCOS

Luego del efecto tequila se creó un fondo a los efectos de socorrer a los bancos en crisis mediante la colocación de un fondo al cual aportan todos los bancos en la medida de sus depositos.

Habida cuenta que las sociedades cuentan con la posibilidad de defender su cotización recomprando sus acciones en el mercado podría crearse una sociedad que represente a las acciones lideres a fin de que en precisas y determinadas circunstancias y mediante los fondos provenientes de dichas empresas lideres compren acciones en el mercado.

La experiencia del "Tequila Mexicano" es aleccionadora en esta materia, a diferencia de la nuestra que es, prácticamente inexistente. Entonces, parece prudente observar y estudiar de países como los supra reseñados en este trabajo y asi avisorar el futuro.