

HACIA UN SUBTIPO DE SOCIEDAD ANÓNIMA ABIERTA

MIGUEL C. ARAYA

Se auspicia en la presente ponencia la consagración legislativa en la Argentina de un subtipo de sociedad anónima abierta, en la Ley de Sociedades Comerciales, como capítulo diferenciado en el régimen general de la anónima.

Confluyen en la regulación normativa de la sociedad anónima abierta, tanto el derecho de Sociedades Comerciales, como el derecho del Mercado de Valores, y este esquema ha quedado acentuado con la sanción del decreto No. 677/01.

Es necesario, en consecuencia, resolver esa disociación, unificando el régimen de la anónima abierta en la ley de sociedades comerciales, pero a partir de la consagración de un subtipo de la sociedad anónima.

I. La avalancha de reformas ocurridas a partir de los años 90 y a comienzos de este siglo e inclusive las reformas pendientes de debate, son claro ejemplo que el Derecho Societario se halla inmerso en un

proceso de transformación.¹

El hecho económico que genera la mayoría de esas reformas es la singular relevancia que ha adquirido en nuestros días el mercado de capitales como fuente de financiamiento de las empresas. En los países anglosajones y en especial en los EEUU por diversos factores, los grandes grupos económicos obtienen su financiación a través del mercado de capitales lo que ha originado su extraordinaria significación, además de generar, como consecuencia, la distribución del capital entre un número enorme de inversores. Este fenómeno se ha acelerado con la importancia que han cobrado los inversores institucionales.²

Como consecuencia de ello, en las grandes sociedades anónimas, los accionistas no son únicamente socios, sino también inversores en el mercado de capitales. Y esta dimensión es tan significativa que oscurece en la práctica la dimensión societaria.³ La perspectiva del Mercado de Capitales –señala Gaudencio Esteban Velasco– constituye un nuevo paradigma que complementa el tradicional societario.⁴ Y es verdad, en cuanto no sólo afecta el ámbito externo de la sociedad, sino que influye en su estructura orgánica.

En ese orden de ideas, la dispersión accionaria, indispensable como instrumento para la acumulación de capitales, ha provocado una neta separación entre la propiedad del capital y la gestión del capital, en la sociedad anónima bursátil. No hay dudas que el capitalismo maduro se caracteriza hoy por una disociación entre propiedad y gestión.⁵

En cambio “el legislador decimonónico –dice Gaudencio Esteban Velasco– parte de la idea de que el conjunto de accionistas-

¹ Hemos analizado este proceso en “Las transformaciones en el derecho societario”, RDCO, año 2003, No. 36, pag. 307.

² En Europa la inversión institucional ha alcanzado un crecimiento espectacular. Ver en ese sentido a Miguel Trias Saguier. “Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades”

³ Luis Velasco San Pedro. “Acciones propias e igualdad de los accionistas (Cuestiones de derecho de sociedades y de derecho del Mercado de Valores) en “Negocios con acciones y participaciones propias” pag. 106)

⁴ En “Sociedad anónima: principales aspectos y problemas de su regulación” RdSocietario, No. 2, 1994, pag. 140.

⁵ El tema ya había sido puesto de manifiesto en EEUU, por Berle and Means, en su clásica obra “The modern corporation and private property”. Más recientemente J.K. Galbraith en “El nuevo Estado Industrial”.

propietarios reunidos en asamblea general constituye la fuente de todo el poder en la sociedad anónima, que puede ejercer directamente en toda su extensión con escasas limitaciones legales (representación) o bien delegar en otros órganos en la medida en que sea conveniente por razones prácticas”.⁶

Ese esquema funcional tradicional ha sido avasallado en la forma empresarial de la gran sociedad anónima y ello genera indudables conflictos, por el choque entre el modelo legal con el modelo real de sociedad. Es que en materia societaria – como se sabe – se ha eliminado la posibilidad del ejercicio de la autonomía de la voluntad para la creación de tipos societarios y de manera expresa o tácita, se ha consagrado el principio de *numerus clausus*.⁷

Pero el legislador cuando elige los tipos y fija su contenido imperativo, tiene en cuenta una estructura empresarial determinada, normalmente la que es prevalente en ese momento histórico y consagra los tipos legales en función de esa realidad empresarial.

Cuando esa realidad se modifica substancialmente, como sucede hoy, se produce una tensión entre la norma y la realidad, entre el tipo legal y la forma empresarial y cuando esa tensión deviene insostenible, se impone la necesidad de la reforma.⁸

II.- A partir de la importancia que cobra el financiamiento a través del ahorro público, crece la significación del derecho del Mercado de Valores, ya que se genera la necesidad de ofrecer un enfoque sistemático de los diversos problemas que ese mercado plantea, para asegurar la eficiencia del mismo y fundamentalmente para cumplir una tutela efectiva de los inversores.⁹

⁶ “El poder de decisión en la sociedad anónima” pág. 521.

⁷ Fernandez de la Gandara, Luis “La tipicidad en el derecho de sociedades”, Paolo Spada, en “La tipicità delle società” y Maria Celia Marsili, en “Societades comerciales. El problema de la tipicidad.

⁸ Gaudencio Esteban Velasco en “El poder de decisión en la sociedad anónima”, pag. 559. Entre nosotros, ver Guillermo Ragazzi, en relación a la sociedad anónima cerrada, en “Hacia un nuevo modelo de sociedad anónima ¿ Correspondencia entre el modelo legal de la SA y la realidad negocial” en VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, t. 1, pag. 539.

⁹ En nuestro país la regulación sistemática se inicia con la sanción de la ley No. 17.811 en el año 1968. A partir de la creación de la Comisión Nacional de Valores se han dictado un conjunto de resoluciones que reglamentan esa materia.

El derecho del Mercado de Valores es el conjunto de reglas jurídicas que regula el comportamiento de determinados sujetos (las sociedades anónimas abiertas), intermediarios (fundamentalmente los agentes bursátiles y extrabursátiles) e inversores, que intervienen tanto en el proceso de distribución primaria como en la distribución secundaria de objetos específicos que son los valores negociables.¹⁰ Diremos que es un derecho de fuerte contenido económico, con una materia jurídica heterogénea, ya que en su ámbito se reconocen tanto normas de derecho público (administrativo) como de derecho privado (comercial). Esta amplitud de la materia del derecho del Mercado de Valores, impone la necesidad de coordinación con el derecho de las Sociedades Comerciales, en especial, de las Sociedades Anónimas.

Es verdad que las funciones que ambos cumplen son diversas ya que su propósito básico es la garantía del accionista inversor.¹¹ Pero es claro que se opera una confluencia de ambas normativas en relación a las sociedades emisoras de valores, las sociedades anónimas cotizantes, campo de preocupación tanto del derecho de Sociedades como del derecho del Mercado de Valores.

III. Pareciera ser criterio mayoritario en Europa, que la forma de financiación a través del ahorro público, ha dejado de tener un valor simplemente adjetivo, para transformarse en un criterio determinante de una modalidad especial de la sociedad anónima y en consecuencia, en la aplicación de un estatuto propio de la misma.¹²

Es que la significación del ingreso al Mercado de Capitales, hace precisa una articulación diversa de la gran sociedad anónima, que incluye no solamente un específico régimen jurídico, sino que tiene reflejo en otros aspectos del mundo del derecho, como los referentes a las concentraciones económicas y a la defensa de la competencia.¹³

Siguiendo una autorizada opinión, diremos al respecto, que la sociedad que se financia en el mercado de valores, presenta hoy dife-

¹⁰ Alberto Javier Tapia Hermida "El derecho del Mercado de Valores".

¹¹ Nuria Fernandez Perez "La protección jurídica del accionista inversor".

¹² Fernando Sanchez Calero, "La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del derecho de sociedades", Nuri Fernandez Perez "La protección jurídica del accionista inversor" entre otros.

¹³ Sanchez Calero, ob cit, pag. 58.

rencias esenciales con el tipo de sociedad anónima regulada en nuestros Códigos, en tres aspectos 1) En cuanto a su estructura orgánica. 2) En cuando al diverso carácter que reviste el socio, que en la sociedad abierta es esencialmente un inversor 3) En cuanto a los instrumentos de que se sirve para ese financiamiento.¹⁴

Estas circunstancias hace totalmente inadecuado el régimen tradicional de la sociedad anónima para la gran empresa y es la razón básica que ha motivado el movimiento del llamado Gobierno Corporativo.¹⁵

IV.- Ante esa realidad incontrastable las modificaciones han sido dadas, inicialmente, por el derecho del Mercado de Valores, que a través de reformas parciales ha ido avanzando sobre la estructura de la sociedad anónima abierta. Recientemente, en algunos países (Italia, España) ese avance ha llegado hasta una regulación específica de la sociedad anónima abierta.

En efecto, España ha incorporado, entre otras, dos reformas esenciales tanto a la Ley de Sociedades Anónimas (texto año 1989) como a la ley del Mercado de Valores (No. 24/1988), que han consagrado modificaciones al régimen de las sociedades por acciones. Nos referimos a la ley 37 del 16/11/1998 y más recientemente a la Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas No. 26 del 17 de julio de 2003.

El objetivo perseguido por la reforma, conforme su propio texto, es favorecer una mejora en la financiación de la empresa española en los mercados financieros. Estos cambios se concretan en el régimen de acciones privilegiadas (art. 50, párrafo 3, LSA), de acciones sin voto (art. 91.1 LSA) y fundamentalmente, en la incorporación de las acciones rescatables o acciones "ad tempus", que a diferencia de las acciones ordinarias, nacen con carácter meramente temporal, ya que su destino es fatalmente el rescate. Esta innovación se limita sólo a las

¹⁴ Gaudencio Esteban Velasco, "Sociedad anónima: principales aspectos y problemas de su regulación" RdSocietario, No. 2, 1994, pag. 144.

¹⁵ Sobre este movimiento ver, entre otros: "El gobierno de las sociedades cotizadas" coordinado por Gaudencio Esteban Velasco, Luis Velasco San Pedro. "El gobierno de las sociedades cotizadas (Corporate governance) en España: el Informe Olivencia" RDCO, tomo 189/192, pag. 40. "Mercado de capitales. Regimen de las emisoras" María Celia Marsili. Directora.

sociedades cotizadas (art. 92, bis LSA)¹⁶.

Más profundas son las innovaciones que se introducen en el régimen societario, a través de la Ley de Transparencia en las sociedades anónimas cotizadas, sancionada en el año 2003.

De acuerdo a la exposición de motivos que le antecede, la reforma aspira a dar soporte normativo, a recomendaciones del Informe Aldama (2003). La reforma se concreta tanto en la modificación de ciertos preceptos del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (año 1989), de aplicación a todas las sociedades anónimas, como en la introducción de un nuevo título en la Ley del Mercado de Valores (No. 24/1998), dedicado exclusivamente a las sociedades cotizadas.

Se incorpora así, expresamente, en el régimen español, el subtipo de sociedades anónimas cotizadas, con contenido propio y regulada en La Ley del Mercado de Valores. El contenido de esta regulación específica, incluye un capítulo sobre "Ámbito de aplicación" (Cap. I), sobre "Pactos parasociales" (Cap. II), "De los órganos sociales" (Cap. III) y "De la información societaria" (Cap. IV).

A diferencia de esta reforma, la Sección Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, autora de la Propuesta del Código de Sociedades, había aconsejado la sanción de normas propias sobre la sociedad anónima cotizada dentro del régimen substantivo del Derecho de Sociedades¹⁷.

Con referencia a Italia, diremos que el régimen societario fue actualizado a través de la sanción del Decreto legislativo del 24 de febrero de 1998, No. 58, denominado Texto único de disposiciones en materia de intermediación financiera (G. U. 26 de marzo de 1998, No. 71, conocido también como Ley Draghi). Esta reforma responde a un objetivo claro: perfeccionar la disciplina de los mercados financieros e introducir instrumentos de tutela de la minoría accionaria en la sociedad cotizada, con el propósito de favorecer el flujo de ahorro a la empresa italiana a través de los inversores institucionales, particular-

¹⁶ Carmen Alonso Ledesma, en "La reforma de la sociedad cotizada" en *RdSociedades*, No. 12, año 1999, pag. 14.

¹⁷ Fernando Sanchez Calero "Observaciones preliminares al proyecto de ley de modificación del régimen de sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama" *Revista del Derecho de Sociedades*, No. 20, año 2003, 1.

mente de los inversores institucionales externos.

Su normativa admite una división en tres partes: la primera de ellas, destinada a la regulación de los intermediarios financieros, la segunda, son reglas imperativas orientadas a la regulación y control del Mercado financiero y, finalmente, la parte de las reformas que se introducen a la disciplina de la sociedad anónima cotizada (“parte societaria”). Esta última, conforme surge de la propia Relación gubernativa que acompaña el decreto, corresponde a reglas tradicionalmente adscriptas al derecho del Mercado de Valores (por ej: solicitud de ahorro público), como normas específicas del derecho societario (por ej: colegio sindical). Lógicamente, por ello, las modificaciones al derecho societario común, se limitan a las sociedades anónimas abiertas.¹⁸

Pero la reforma societaria más significativa que se ha operado en el continente europeo es, sin dudas, la sanción de la ley No. 6 del 10 de enero de 2003, en base el decreto delegado del 3 de octubre de 2001, que recepta en gran medida el trabajo de la Comisión Mirone.

Esta innovación comprende tanto el régimen de las sociedades de capital (SA abiertas y cerradas) como las sociedades cooperativas.¹⁹

Por obra de la Ley Draghi (1998) y de esta reforma que comentamos, el derecho societario elaborado ha quedado dividido, ya que el régimen general permanece en el Código Civil, actualizado a través de la ley del 10 de enero de 2003, con una regulación unitaria de la sociedad anónima, mientras que el subtipo de la anónima cotizada se completa en la mencionada ley de disposiciones en materia de intermediación financiera, antes reseñada (1998).

Como se dijo el Código Civil reformado mantiene un régimen unitario sobre la sociedad anónima, que el esquema de la Comisión Mirone distingue entre sociedad anónima cotizada, abierta y cerrada, (ver Relación que precede al Informe de la Comisión, todas a partir de

¹⁸ Para una mayor amplitud del contenido de la reforma, ver entre otros a “Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario” contribución de Alcaro, Alessi, Angelici, Cappugi, Lazzeroni, Lener, Marchetti, Mariconda, Merusi, Morera, Olivieri, Prediei, Rescio, Ruggiero, Salafia, Tondo, de. Cedam, 1999.

¹⁹ Un desarrollo integral de las reformas puede consultarse en: “Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private” a cura di Paolo Benazzo, Sergio Patriarca, Gaetano Presti – Giuffrè.

su constitución con un capital mínimo de 120.000 euros (art. 2327 Cod. Civil), pero es cierto que reglas específicas de la sociedad anónima cotizada lucen en la Ley Draghi.

Ello no impide, sin embargo, que la reforma del año 2003 al Código Civil, esté pensada también para su aplicación a la sociedad anónima cotizada. La doctrina destaca como una de las innovaciones esenciales, la flexibilidad que incorpora en materia de financiamiento de la empresa. También se destaca, entre los cambios la flexibilidad de los aspectos orgánicos de la sociedad anónima, en la medida que ofrece a la gran empresa, la posibilidad de elegir entre tres modelos de gestión y control.

V - En nuestro país, como es sabido, el sistema societario está fundamentalmente estructurado en la Ley de Sociedades Comerciales (No. 19.550, año 1972), que fuera objeto de sucesivas reformas parciales, la más significativa a través de la sanción de la ley No. 22.903, año 1983.

Es cierto que la regulación argentina, en su sanción original, estaba pensada como estructura jurídica para la empresa de gran magnitud, pero la inexistencia de criterios tradicionales para diferenciar la sociedad abierta de la cerrada (capital mínimo, número de socios) y sobre todo la flexibilidad que adquirió la regulación luego de la reforma de 1983, ha alentado la masiva utilización del tipo de sociedad anónima, como forma prevalente en la realidad económica argentina.

La ley incorpora un poco feliz distinción, en nuestro juicio, entre sociedades anónimas sujetas a la fiscalización estatal permanente (art. 299 LSC) y sociedades sujetas a la fiscalización estatal limitada (art. 300 LSC), que lejos está de generar precisión en el sistema. Este criterio del legislador del año 1972, desconoció la diferenciación que se insinuara a partir de la sanción de la ley de oferta pública de títulos valores (No. 17.811) y que luego se acentuara a través de sucesivas resoluciones de la Comisión Nacional de Valores.

Esta evolución se incrementa manifiestamente con la sanción del decreto No. 677/01, "Régimen de transparencia de la oferta pública" que distingue con toda claridad la forma de sociedad abierta que efectúa oferta pública de sus valores negociables.

Conforme esta reforma, el sistema societario argentino ha quedado disociado, ya que si bien la normativa básica de la sociedad anónima se mantiene regulada en la Ley de Sociedades Comerciales, parte de la regulación del subtipo de sociedad anónima abierta se encuentra en la ley No. 17.811 y fundamentalmente en el decreto No. 677/01, y me parece, que este es un tema que no puede dejar de abordarse.

Así lo ha hecho el reciente Anteproyecto de Reformas a la Ley de Sociedades Comerciales elaborado por la Comisión designada por el Ministerio de Justicia de la Nación creada mediante resolución MJ y DH No. 112/02.²⁰

En efecto, la propuesta que formula, rescata para el derecho societario la completa regulación del régimen de la anónima, incorporando reglas que hoy se mantienen en el decreto No. 677/01, relativas a las sociedades que hacen oferta pública (por ej. artículo 135, que propone la reforma del art. 298). Ese proceso de integración en el cuerpo societario del régimen orgánico de la sociedad anónima, debe ser bienvenido, ya que en nuestro criterio, afirma el criterio que cabe auspiciar.

No coincidimos con la Comisión, sin embargo, en cuanto a su postura de no regular “en capítulo separado” (palabras de la “Exposición de Motivos”) el régimen de las sociedades que cotizan sus acciones o que tiene autorizada su oferta pública, ya que por el contrario, pensamos que ha llegado el momento de consagrar en nuestro régimen societario el subtipo de sociedad anónima abierta, con una regulación específica, recogida en la Ley de Sociedades Comerciales.²¹

²⁰ La comisión designada por el Ministerio de Justicia fue integrada por los Dres. Jaime Anaya, Raúl A. Etcheverry, Salvador D. Bergel y Julio Otaegui. Este último renunció posteriormente. El texto del anteproyecto puede consultarse en El Derecho, edición del 14 de noviembre de 2003, No. 19. Su comentario en “Lineamientos del anteproyecto de reformas a la Ley de Sociedades Comerciales” por Jaime L. Anaya, en La Ley, día 2 de diciembre de 2003.

²¹ Sobre el régimen de los subtipos, ver Héctor Alegria, “Los llamados subtipos societarios en la ley de sociedades comerciales. Algunos aspectos de su problemática, en La Ley, 1978 – D – pag. 1221.