

LOS FUNDAMENTOS DE LA PROHIBICIÓN DE ADQUIRIR LAS PROPIAS ACCIONES. CRÍTICA A LA NUEVA PERMISIVIDAD DE LA COMISIÓN DE VALORES EN ESTA MATERIA

RAFAEL MARIANO MANÓVIL

PONENCIA

La reciente crisis financiera que aún padece la República Argentina y la consiguiente baja en la cotización de las acciones, llevó a la Comisión de Valores a dictar la res. gral. 262/95 y con ello a admitir que las sociedades que cotizan puedan con bastante liberalidad comprar sus propias acciones.

Ello merece severa crítica porque por medio de normas de tipo administrativo se derogan normas expresas de la Ley de Sociedades, fundadas en razones de preservación del capital y del patrimonio sociales, particularmente en utilizarlos para preferir a los socios o a algunos de ellos en la recuperación de sus aportes.

Si esto resulta criticable para cualquier sociedad, tanto más la crítica es aplicable precisamente para las sociedades que cotizan en el mercado bursátil porque determina una manipulación de los precios y afecta los derechos de los accionistas en su conjunto.

Por ello esta ponencia está destinada a destacar los fundamentos de la prohibición de las sociedades de adquirir sus propias acciones.

FUNDAMENTOS

1. *Los fundamentos de la prohibición de adquirir las propias acciones*

1. La prohibición de adquirir las propias acciones se vincula esencialmente al principio de la intangibilidad del capital social, a la preservación de su integridad y a la protección de los terceros que confían en su enunciado.

2. Por ello el tema no puede aislarse del hecho de estar la prohibición inserta en las legislaciones de derecho continental europeo que, a diferencia de las anglosajonas

y particularmente de las norteamericanas, exigen la existencia de un capital social precisamente determinado¹ y, algunas de ellas, un capital mínimo².

3. La doctrina, aún la que es en cierto sentido crítica a la tradicional concepción de la fijeza o estabilidad del capital social como un principio absoluto, ha reconocido que "mientras la modificación del patrimonio es fruto de las vicisitudes económicas de la empresa, las alteraciones del capital obedecen a decisiones adoptadas por los correspondientes órganos sociales, con los requisitos y formalidades que la ley reclama"³.

4. Al respecto también se ha dicho en el derecho germánico, y con gráfica y precisa descripción de la esencia de la función del capital social, que "el capital social determina, entonces, en la magnitud de su importe, la *atadura* de patrimonio social en la sociedad, en el sentido que, por una parte, solo puede aparecer como excedente disponible aquél monto por el cual el patrimonio neto de la sociedad (activos menos deudas sociales) exceden el monto del capital social (y de las reservas legales), y por la otra que, caso de haber disminuido el patrimonio social por debajo del monto del capital social, el importe faltante deba ser compensado con ganancias futuras antes que los excedentes vuelvan a convertirse en patrimonio disponible. Esta ligazón se determina a través de la incorporación del capital social como pasivo en el balance. Esto tiene como consecuencia que solo puede aparecer como excedente patrimonial (*ganancia*) la suma por la cual el patrimonio neto excede el capital social (y las reservas legales). Por lo tanto, hasta el monto de esta última cifra el patrimonio social queda *atado* en la sociedad, y un eventual pago a los accionistas constituiría un estrechamiento de la substancia patrimonial comprometida o, como con terminología equívoca dice la ley, una prohibida devolución de "aportes" (arts. 57 y 58 de la ley de sociedades por acciones). Como rubro del pasivo del balance, el capital social funciona, conforme a ello, como la *esclusa de un dique*, en cuanto, aunque no puede evitar la evaporación del patrimonio por pérdidas, sí impide que el mismo fluya hacia los accionistas y al mismo tiempo impone que solo después del reestablecimiento del patrimonio se pueda producir un excedente repartible"⁴.

¹ Para un análisis juscomparatístico sobre este problema, véase Anne Petitpierre SAUVAIN: *Costituzione della società*, II. - Il Capitale, en las Inchieste di diritto comparato dirigidas por Mario ROTONDI, n.º 5, *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, CEDAM, Padua, 1976, t. I, pp. 57 y ss.

² Así Alemania, DM 100.000.- (AktG, art. 6º); España, Pesetas 10.000.000.- (Ley de Sociedades Anónimas, texto según dec. 1564/1989, art. 4º); Italia, liras 200.000.000.- (Cód. Civil, art. 2327, con la modificación introducida por el art. 11 de la ley 904 del 16/12/77); Uruguay, N\$ 18.000.000. (ley 16.060 del 4/9/89, art. 279), etc.

³ PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, Antonio: *La reducción del capital en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Real Colegio de España en Bolonia, 1973, p. 53, con apoyo en citas de Uría, Rubio, Baumbach-Hueck y Hueck.

⁴ WÜRDINGER, Hans: *Aktienrecht und das recht der verbundenen Unternehmen*, C.F. Müller, Heidelberg-Karlsruhe, 1981, pp. 31/32 ("Das Grundkapital bewirkt sodann

Coincidentemente se ha dicho también que "el capital social de la S.A. es el capital estatutario de garantía de la sociedad expresado en una suma de dinero...". El capital social es *un capital de garantía de la sociedad*. Está asegurado por reglas imperativas sobre la formación del capital (por ej., arts. 9º I, 27 y ss., 63 y ss., ley de soc. por acciones) y sobre su conservación (AktG, arts. 57-62)"⁵.

5. Consecuente con la indicada función del capital social, las legislaciones de casi todo el derecho continental europeo y latinoamericano, prohíben en forma expresa que la sociedad por acciones adquiera sus propias acciones⁶. Así, con mayor o menor rigor⁷, con o sin excepciones, lo hacen el Cód. Civil Italiano en su arts. 2357 y 2357 bis⁸, la ley ale-

in.Höhe seines Betrags die Bindung von Gesellschaftsvermögen in der Gesellschaft in dem Sinne, daß einerseits als freier Überschuß nur jener Betrag erscheint, um welchen das Reinvermögen der Gesellschaft (Aktiva minus Gesellschaftsschulden) den Betrag des Grundkapitals (und der gesetzlichen Rücklage) übersteigt, daß andererseits, falls das Gesellschaftsvermögen unter den Betrag des Grundkapitals gesunken ist, der Fehlbetrag durch spätere Erträge erst ausgeglichen sein muß, bevor Überschüsse wieder freies Vermögen werden. Diese Bindung wird durch Einstellung des Grundkapitals in der Bilanz als Passivposten bewirkt. Das hat zur Folge, daß als Vermögensüberschuß (Gewinn) nur jener Betrag erscheinen kann, um den das Gesellschaftsvermögen abzüglich der Schulden das Grundkapital (und die gesetzliche Rücklage) übersteigt. Bis zur Höhe dieser Summe bleibt mithin das Gesellschaftsvermögen in der Gesellschaft gebunden, und eine gleichwohl erfolgende Auszahlung an Aktionäre wäre eine Schmälerung der gebundenen Vermögenssubstanz, eine, wie das Gesetz mißverständlich sagt, verbotene Rückzahlung der "Einlagen" (Par. 57, 58 AktG). Als Passivposten der Bilanz wirkt das Grundkapital demnach wie eine Stauschleuse, indem es zwar nicht Verdunstung des Vermögens durch Verluste, wohl aber ein Abfließen desselben an die Aktionäre verhindert und auch bewirkt, daß erst nach Wiederauffüllung des Vermögens ein verteilbarer Überschuß entstehen kann").

⁵ SCHMIDT, Karsten: *Gesellschaftsrecht*, Carl Heymann, Köln, Berlin-Bonn-München, 1986, pag. 591. ("Das Grundkapital der AG ist das in einer Geldsumme ausgedrückte verfassungsmäßige Garantiekapital der Gesellschaft... Das Grundkapital ist ein Garantiekapital der Gesellschaft. Es ist durch zwingende Regeln über Kapitalaufbringung (z.B. art. 9 I, 27 ff., 63 ff. AktG) und Kapitalerhaltung (Art 57-62, 71 Akt) gesichert").

⁶ Aunque ello no fue siempre así. Por ejemplo, en Francia tal prohibición no estaba legislada antes de la Ley de Sociedades de 1966. Véase, al respecto, HEMARD-TERRÉ-MABILAT: *Sociétés Commerciales*, Dalloz, 1974, t. II, p. 568, donde se refiere también la jurisprudencia que en forma pretoriana dispuso que la adquisición de propias acciones solamente podía hacerse con lo que excediera del capital social.

⁷ Entre las disposiciones de menor rigor, deben computarse las contenidas en la Ley de Mercado de Capitales de Venezuela, cuyos arts. 43 a 48, al incorporar para las sociedades que hacen oferta pública excepciones de similar naturaleza que las de la legislación alemana, italiana y española, flexibiliza notablemente el régimen del art. 263 del Cód. de Comercio.

⁸ Art. 2357: "La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate". (La sociedad no puede

mana de sociedades por acciones de 1965 (AktG), art. 71⁹, la ley española de sociedades por acciones, texto refundido según dec. 1564/1989 del 22/12/89, arts. 74 a 78¹⁰, la Ley de Sociedades Comerciales argentina 19.550, art. 220, la ley francesa de 1966, art. 217 (texto según la ley 81-1162 del 30 de diciembre de 1981), la ley uruguaya de 1989, art. 314¹¹, la ley brasileña 6404 del 15/12/76, art. 30, etcétera.

6. El fundamento de la prohibición, siguiendo una vez más a Würdinger, radica en que "la adquisición onerosa de las propias acciones por la sociedad pone en peligro su patrimonio. Ello ya que el mismo, tal vez ya reducido por pérdidas, es aún más reducido por el precio de compra pagado por la sociedad, mientras que la acción propia, en manos de la sociedad, por asignarle solamente patrimonio que ya le es propio, representa una nada, mientras que en el balance aparece activado por el monto de un valor de reventa no realizado aún. Materialmente, la adquisición onerosa de las propias ac-

adquirir acciones propias si no es en los límites de las utilidades distribuibles y de las reservas disponibles resultantes del último balance regularmente aprobado. Sólo pueden ser adquiridas acciones enteramente liberadas). Se requiere autorización de la asamblea y su valor nominal no puede exceder del diez por ciento del capital social. La sanción por la violación de la norma es la obligación de enajenarlas en el plazo de un año. Y el art. 2357 bis establece que las limitaciones precedentes no se aplican si la adquisición es para reducir el capital social, si las acciones se recibieron a título gratuito o por sucesión universal o fusión o como consecuencia de una ejecución forzada de un crédito de la sociedad.

⁹ Sólo permite la adquisición de acciones propias cuando ella es necesaria para evitar un daño grave a la sociedad, si se realiza para ser ofrecida a los trabajadores, si tiene por destino el canje de acciones a favor de socios o accionistas de sociedades con las que se hubiera celebrado contrato de dominación o de incorporación, si se reciben a título gratuito o por sucesión universal o si se reduce el capital. En los tres primeros casos, de todos modos, el valor nominal de las acciones propias adquiridas no puede superar el diez por ciento del capital social. Esta ley es la única que en forma expresa equipara la adquisición de acciones propias con la adquisición realizada por interpósita persona o por una sociedad controlada, lo cual, sin embargo, es contradictorio con la permisividad de la misma ley en cuanto a las participaciones recíprocas.

¹⁰ Con disposiciones casi idénticas a las del Código Civil italiano y a la ley alemana. También se equipara la adquisición de acciones propias a la de adquisición en la sociedad dominante. La consecuencia de la infracción es el deber de enajenarlas dentro del año. Las acciones pierden el derecho de voto, pero se computan a los efectos de la formación del quórum. Debe constituirse una reserva indisponible por el monto de las acciones adquiridas. Por otra parte, el art. 81 prohíbe a la sociedad anticipar fondos o conceder préstamos, ni prestar garantías ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de las acciones de su sociedad dominante por un tercero. Pero, conforme al apartado 3. de dicha norma, "la prohibición... no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos u otras entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad", lo cual resulta lógico porque el régimen de créditos bancarios está regulado por la Ley de Bancos y no por la de Sociedades.

¹¹ Similar al art. 220 argentino.

(Mar del Plata, 1995)

ciones es una inadmisibles devolución de la sociedad al accionista vendedor... Por ello, la adquisición de sus propias acciones por la sociedad, está básicamente *prohibida*¹². Y conforme a Karsten Schmidt, "un auténtico mecanismo de protección del capital social, es también la *prohibición de compra de las propias acciones* (arts. 71 y ss., Ley de Sociedades por Acciones), porque es obvio que la S.A., si le compra a un accionista sus propias acciones y con ello solamente obtiene "participaciones en sí misma", desde un punto de vista económico, está devolviendo a ese accionista lo aportado"¹³. También Herbert Wiedemann y Thomas Raiser vinculan la prohibición de adquirir las propias acciones con la prevención contra posibles maniobras tendientes a repartir capital social entre los accionistas, en perjuicio de los acreedores¹⁴.

2. Otros principios normativos concretos que responden a los mismos fundamentos. Las participaciones recíprocas

1. Son numerosos, e interesa mencionarlos, porque algunos muestran el acento que ha puesto el legislador en esa preservación.

2. Así, las reglas para garantizar la *integración efectiva del capital social*, como en Alemania AktG, arts. 27, 32, 33, 54, 62 a 64, 66 y concs.; en Italia, Cod. Civil, arts. 2254, 2255, 2342, 2343, 2344; en España Ley de Sociedades Anónimas, arts. 36 a 46; en nuestro país, Ley de Sociedades, arts. 51 a 53, 187, 190, 192, 193, etcétera y así en las restantes legislaciones. También deben mencionarse las normas represivas de la ley francesa, la ley alemana y del Código italiano que sancionan las conductas que afecten la real efectividad de los aportes declarados, así como los principios sostenidos en algunos derechos y aplicadas por su jurisprudencia, sobre responsabilidad por subcapitalización (Unterkapitalisierung)¹⁵.

¹² WÜDINGER, Hans: op. cit., pag. 60. ("Entgeltlicher Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft gefährdet ihr Vermögen. Dieses nämlich, durch Verluste vielleicht schon reduziert, wird um den von der Gesellschaft enrichteten Kaufpreis noch weiter verringert, während die Aktie in der Hand der Gesellschaft, indem sie ihr lediglich ihr eigenes Vermögen zuweist, en Nullum darstellt, in der Bilanz aber zu dem noch nicht realisierten Erlös aus ihrer Wiederveräußerung aktiviert worden ist. Sachlich ist der entgeltliche Erwerb eigener Aktien eine unzulässige Kapitalrückzahlung seitens der Gesellschaft dem seine Aktien veräußernden Aktionär... Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft ist deshalb grundsätzlich verboten").

¹³ K. SCHMIDT: op. cit., p. 675 (Echter Eigenkapitalschutz ist auch das Verbot des entgeltlichen Erwerbs eigener Aktien (art. 71 ff, AktG), denn es leuchtet ein daß die AG, wenn sie einem Aktionär eigene Aktien abkauft und dadurch nichts anderes erhält als "Beteiligungen an sich selbst", wirtschaftlich gesehen die Einlage an den Aktionär zurückführt).

¹⁴ WIEDEMANN, Herbert: *Gesellschaftsrecht*, t. I, C.H. Beck, München, 1980, pp. 562/4. RAISER, Thomas, *Recht der Kapitalgesellschaften*, Vahlen, München, 1982, p. 136.

¹⁵ El principio reza: "Los miembros de una persona jurídica no pueden invocar el

3. La formación de *reservas legales* en las sociedades de capital que limitan la responsabilidad de los socios, como en Alemania AktG, art. 150; en Italia Cod. Civil, art. 2428; en España, ley de S.A., art. 214; en Argentina, Ley de Sociedades, art. 70, primer párrafo.

4. La *prohibición de pagar intereses fijos sobre el capital y de distribuir utilidades que no sean realizadas y líquidas* como en Alemania AktG, art. 57, inc. 2º y 58; en Italia, Cód. Civil, art. 2433; en nuestro país, Ley de Sociedades, art. 13, incs. 2º y 3º, 68 y 224.

5. La *prohibición de emitir acciones bajo la par*, como en Alemania AktG, art. 91; en Italia Cód. Civil, art. 2346; en España, ley de S.A., art. 46, inc. 2º; en nuestro país, Ley de Sociedades, art. 202.

6. La *reducción voluntaria del capital, sometida a reglas de publicidad y garantía*, como en Alemania AktG, arts. 222 y ss. y en especial art. 225; en Italia Cód. Civil, art. 2445 y concs.; en España ley de S.A., arts. 163 y ss.; en nuestro país Ley de Sociedades, arts. 203 y 204.

7. Sin duda, uno de los más relevantes, es el referido a la *limitación o prohibición de participaciones recíprocas*. Aunque es justo reconocer que el tratamiento de esta materia en la legislación universal no es uniforme. Su estudio detallado merecería un tratamiento separado.

3. *La excepción a la prohibición de adquisición de las propias acciones. Su mal empleo por la Comisión Nacional de Valores*

1. La excepción relevante a la prohibición es la establecida en el numeral 2) del art. 220 de la Ley de Sociedades: "con ganancias realizadas y líquidas o reservas libres cuando estuvieren completamente integradas y para evitar un daño grave...".

2. En el conocido caso "Frigorífico La Pampa S.A." ¹⁶ se aceptó como configurativo de daño grave el peligro que podía derivar de una oferta masiva de acciones efectuada por el Banco de Desarrollo y la Caja de Ahorro y Seguro y se revocó la resolución sancionatoria de la Comisión de Valores que, pese a que las acciones habían sido adquiridas en una licitación con afectación de utilidades realizadas y líquidas, y luego distribuidas *pari passu* entre todos los accionistas, había rechazado el encuadre del caso como supuesto de amenaza de peligro grave.

principio de la responsabilidad limitada del art. 1º, párr. 1º, frase 2 del AktG,.... si no dotan a la persona jurídica que controlan de un capital propio que se corresponda con el objeto social y la dimensión del negocio" (Herbert Wiedemann, op. cit., pp. 224/5. "Die Mitglieder einer juristischen Person können sich auf den Grundsatz beschränkter Haftung nach Par.1 Abs.1 Satz 2 AktG... nicht berufen, wenn sie die von ihnen beherrschte juristische Person nicht mit einem dem Geschäftszweck und dem Geschäftsumfang entsprechenden Eigenkapital ausstatten"). Puede verse también allí y en pp. 565/6 y 570 y ss. el estado de doctrina y jurisprudencia sobre el particular.

¹⁶ C.Nac.Com., Sala A, 29/10/79, LL, diario del 28/3/80.

(Mar del Plata, 1995)

3. Es importante señalar que en ese caso el peligro de una gran baja en la cotización de las acciones derivaba de una situación específica que concernía en particular a la sociedad involucrada —el lanzamiento masivo de un importante paquete al mercado— y no de una situación generalizada del mercado accionario nacional.

4. Es decir que lo que se trataba de prevenir era que se produjera una baja artificial en la cotización de las acciones.

5. La situación que condujo este año a la Comisión de Valores a autorizar la compra de sus propias acciones a dos sociedades cotizantes es exactamente la inversa: se trataba de contrarrestar una baja generalizada en la cotización de acciones argentinas mediante el recurso de la intervención como comprador de la propia sociedad emisora, evitando así *artificialmente* una baja que imponía el mercado.

6. En otros términos, esa autorización genera una ilegítima interferencia en uno de los principios que, precisamente, la Comisión Nacional de Valores tiene como misión principalísima preservar: la transparencia del mercado.

7. Además de las razones expuestas en los dos primeros capítulos de este trabajo para no admitir que el patrimonio social se diluya en potencial perjuicio de los acreedores sociales, la autorización para comprar las propias acciones contraría el principio del empleo de los aportes de los socios y accionistas en las actividades propias del objeto social.

Ningún socio efectúa aportes, o consiente la formación de reservas libres o la retención de utilidades, para destinarlas a una improductiva adquisición de las propias acciones. Ni tampoco para que el Directorio especule con el patrimonio de los accionistas con la cotización de las propias acciones involucrando ese patrimonio en riesgos para los que no fue formado.

8. En todo caso, si un accionista quisiera especular con las acciones, tiene el derecho de hacerlo por su propia cuenta y a su propio riesgo, y sin interferencias de parte de un poderoso competidor como es la sociedad misma. Si el mercado está en baja, el tiene derecho a comprar a un precio más beneficioso y la sociedad no tiene el de impedirselo.

9. A ello debe agregarse que es inadmisibles que el Directorio ejerza una potestad discriminatoria, cual es la de elegir a quien compra sus acciones y a quien no.

En respaldo de esta afirmación militan los principios que derivan del art. 223 de la Ley de Sociedades, cuando exige que toda amortización total o parcial de acciones debe hacerse asegurando "la igualdad de los accionistas" (numeral 1. de dicha norma).