

EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE Y LAS ACCIONES EN CARTERA DE LA SOCIEDAD. LA ENAJENACIÓN DE LA AUTOCARTERA

MARTÍN ESTEBAN PAOLANTONIO

PONENCIA

1) No puede asimilarse la enajenación de la autocartera con la emisión de acciones producto de un aumento de capital.

2) No es razonable la obligación de otorgar a los accionistas un derecho de preferencia en la enajenación de la autocartera.

3) De *lege ferenda*:

3.1. Debe eliminarse la referencia que el art. 221, primer párr., L.S.C., realiza respecto del art. 194, L.S.C.

3.2. Debe reglamentarse la enajenación de las acciones propias de modo que se eviten eventuales arbitrariedades por parte del *management* de la sociedad y se tutele –para el caso de las sociedades abiertas– la transparencia del mercado.

FUNDAMENTOS

1. Introducción

En ocasión de la R.G. 262 de la C.N.V. nos hemos ocupado de diversos aspectos relativos a la adquisición de acciones propias por las sociedades anónimas¹.

¹ PAOLANTONIO, Martín E., *La res. gral. 262 de la C.N.V. y la compra de sus propias acciones por las sociedades anónimas*, ED, diario del 20/4/95. Sobre el tema se puede ver también Racciati, Hernán (h) y Romano, Alberto, *Adquisición de sus propias acciones por la sociedad en el régimen de la oferta pública (comentario a la res. 262/95 de la C.N.V. - Adquisición para evitar un daño grave)*, Derecho y Empresa, 3-111.

En esta oportunidad, nos ocuparemos de analizar particularmente la razonabilidad del derecho de preferencia que el art. 221, primer párr., L.S.C. confiere a los accionistas respecto de la venta de las acciones en la cartera de la sociedad ².

2. *El marco normativo*

Salvo que la adquisición de acciones propias se hubiere llevado a cabo para "cancelarlas y previo acuerdo de reducción del capital" (art. 220, inc. 1º, L.S.C.), la enajenación por parte del directorio de las acciones en cartera adquiridas en virtud de los incs. 2º ó 3º del art. 220, L.S.C. debe respetar el derecho de preferencia (art. 194, L.S.C.) y realizarse —salvo prórroga autorizada por la asamblea— en el plazo de un año ³.

Se asimila de este modo a la enajenación de las acciones en cartera con la emisión acciones producto de un aumento de capital, o la potencial variación del capital social en los supuestos de emisión de títulos de deuda convertibles.

3. *Breve referencia al derecho de suscripción preferente y su justificación*

El derecho de suscripción preferente es una prerrogativa legal en casi todos los sistemas jurídicos que responden al modelo del *civil law*. Con fórmulas legales más o menos semejantes, se considera relevante respetar la proporción que tiene cada socio para los supuestos de emisión de acciones (ver, p. ej., arts. 189 y 194, L.S.C.) ⁴.

La institución se funda en la protección de la integridad de su participación social para los viejos accionistas, puesto que con el ejercicio de la opción recuperan por medio de las nuevas acciones lo que pierden sobre las viejas por efecto de la nueva emisión ⁵.

El derecho de suscripción preferente, es un derecho de doble contenido, que no puede encasillarse dentro de la división tradicional entre derechos económicos o pa-

² La cuestión, más allá de su eventual interés teórico, ha ganado relevancia práctica atento a la posición asumida por Citicorp Equity Investments S.A., que consideró inaplicable a las sociedades abiertas el art. 221, L.S.C. en cuanto remite al art. 194, L.S.C. Esta actitud, que se plasmó en la venta directa de acciones propias, fue una de las causas del sumario instruido por la C.N.V. a dicha sociedad (res. 10.924, publicada en el *La Bolsa*, boletín diario del 22/5/95).

³ Notemos la insuficiencia de la norma respecto de cuestiones ciertamente trascendentes, tales como el inicio del cómputo del plazo de enajenación y los límites a la eventual prórroga que puede disponer la asamblea.

⁴ Para un amplio panorama de la regulación legal del instituto en el derecho comparado y las diferentes justificaciones de las soluciones adoptadas se puede ver SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, Madrid, 1973.

⁵ HALPERÍN, ISAAC: *Sociedades anónimas*, 2ª edic., Depalma, Bs. Aires, 1978, p. 240, con cita de Brunetti.

trimoniales y derechos políticos o administrativos del socio⁶. Este derecho protege el interés de todo accionista a mantener inalterada la medida en que participa en la administración social, al tiempo que tutela el interés del socio de mantener inalterada la medida en que participa en el patrimonio social⁷.

4. *¿Es razonable la obligación legal de otorgar a los accionistas el derecho de suscripción preferente respecto de las acciones propias en cartera?*

Teniendo presente la sucinta explicación del párrafo precedente respecto del derecho de preferencia, corresponde ahora analizar la razonabilidad de su extensión a los supuestos de enajenación de la autocartera⁸.

Creemos que la asimilación legal no está justificada, atendiendo a la muy diferente situación derivada de una emisión de acciones y la que se sigue de la puesta en circulación de las acciones propias en cartera de la sociedad⁹.

En el caso de una nueva emisión de acciones, la posición del accionista se puede ver modificada al diluirse —por efecto de las nuevas suscripciones— su participación política y patrimonial en la sociedad.

No es este el caso en la hipótesis de puesta en circulación de la autocartera de la sociedad. Si bien puede discutirse el alcance de la suspensión de derechos que pesa sobre la autocartera (art. 221, 2º párr., L.S.C.)¹⁰, resulta indudable que no se está en presencia de una nueva emisión de acciones, toda vez que la autocartera no importa cancelación o amortización de las acciones que la integran¹¹.

La situación de los accionistas de la sociedad que enajena su autocartera no se ve perjudicada, sino que en todo caso podrá volver a ser la que existía antes de la adquisición de las acciones propias.

En nuestra opinión, no resulta razonable la obligación legal de otorgar a los accionistas un derecho de suscripción preferente sobre la autocartera, ni asimilable está situación a la emisión de nuevas acciones.

⁶ SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*. Cfvitas. Madrid, t. IV, p. 195.

⁷ GUTIÉRREZ FALLA, Laureano. *Derecho mercantil. Contrato societario y derechos individuales de los accionistas*, Astrea, Bs. Aires, 1988, p. 404.

⁸ La norma ha sido mantenida por el proyecto de reforma de la L.S.C. —art. 221— (Comisión designada por res. MJ 465/91).

⁹ Recordemos además que el derecho de preferencia no tiene carácter absoluto, pudiendo limitarse o eliminarse en los términos prescriptos por el art. 197, L.S.C.

¹⁰ Poco clara es la norma respecto de la situación de los derechos patrimoniales de la autocartera, como lo señala NISSEN, Ricardo A.: *Ley de Sociedades Comerciales*, Ábaco. Bs. Aires, 1994, pp. 278 y 279.

¹¹ Como lo apuntamos más arriba, la adquisición de acciones propias para cancelarlas requiere un acuerdo asambleario previo de reducción del capital (art. 220, inc. 1º, L.S.C.).

De allí que entendemos que dicha obligación debería ser eliminada en una futura reforma legislativa ¹².

5. *La enajenación de la autocartera y su reglamentación de lege ferenda*

Nuestra propuesta no significa cerrar los ojos a posibles abusos que podrían seguirse de una gestión inapropiada de la autocartera, especialmente de una enajenación orientada a favorecer a algunos accionistas allegados al *management* de la sociedad.

De allí que entendemos que la enajenación de la autocartera debería sujetarse a las siguientes condiciones:

- a) Respecto de las sociedades cerradas ¹³:
 - a.1.) La decisión de la enajenación de la autocartera deberá ser fehacientemente comunicada a los accionistas —cuando ello fuera posible ¹⁴—, sin perjuicio de la publicidad legal de dicha resolución.
 - a.2.) Los accionistas o terceros interesados ¹⁵ que se presenten a suscribir concurrirán a prorrata en base a sus ofertas.
- b) Respecto de las sociedades abiertas:
 - b.1.) Las operaciones deberán realizarse en el mercado en que se negocian las acciones.
 - b.2.) Los directores, miembros del comité ejecutivo, gerentes, síndicos o integrantes del consejo de vigilancia no podrán adquirir las acciones propias en cartera de la sociedad ¹⁶.
 - b.3.) La decisión inicial del directorio de comenzar con la enajenación de la autocartera deberá ser informada a la C.N.V. y a las entidades autorreguladas en que se negocien las acciones, no pudiendo comenzar la venta hasta el día siguiente a la publicación correspondiente a dicha decisión.
 - b.4.) Todas las operaciones de venta deberán ser informadas de inmediato a la C.N.V. y a las entidades autorreguladas donde se negocien las acciones.

¹² No obstante ello, de *lege lata* no parecen existir argumentos suficientes para apartarse de la prescripción legal, ni soluciones diferentes entre sociedades abiertas y cerradas.

¹³ Cabe señalar que la relevancia práctica y teórica de la adquisición de acciones propias por sociedades cerradas es considerablemente menor a la concerniente a las sociedades abiertas. En el caso de las sociedades abiertas es particularmente relevante la tutela de la transparencia del mercado y del proceso de formación del precio, lo que explica el porqué de las soluciones particulares respecto de las sociedades cerradas. Del tema nos ocupamos en nuestra *La resolución...*, cit. en nota 1.

¹⁴ Esto es, cuando no se trate de acciones al portador.

¹⁵ Aunque no imposible, la situación de un tercero que se presente a suscribir acciones de una sociedad cerrada será indudablemente excepcional.

¹⁶ Estos sujetos, conforme a la res. gral. 262 de la C.N.V. no pueden venderle a la sociedad las acciones que fueran de su propiedad, o estén bajo su administración directa o indirecta.