



Sociedades cotizadas: Reducción de capital de pleno derecho posterior a un rescate de acciones. Corresponde publicar edictos y oposición de acreedores?

Por Pablo A. Van Thienen

I. Introducción.

La mecánica de rescatar acciones en el ámbito de las sociedades cotizadas se ha convertido en moneda corriente desde que el Decreto 677/01 admitió esta operación tomando como modelo el formato de “autocartera” del derecho español. La ley de Mercado de Capitales 26.831 dejó intacto este modelo.

El negocio de autocartera ya estaba admitido en nuestro entorno a partir del artículo 220.2 de la ley 19.550; sin embargo, estaba admitido a regañadientes!

El modelo del artículo 220.2 admite la autocartera pero como negocio

excepcional y para evitar un “daño grave”. O sea, el daño (actual o potencial) es la causa del negocio jurídico y por lo tanto la fuente de su licitud para que prospere.

En el ámbito de las sociedades sujetas al régimen de oferta pública encontrar aquel “daño” que justifique el rescate era cuestión difícil, y mucho más difícil aún que aquel califique como “grave”. Incluso, a los efectos de justificar el negocio de autocartera en dichas sociedades, cierta prestigiosa doctrina de nuestro entorno llegó al absurdo de considerar la significativa baja de cotización de la acción como un supuesto de “daño grave”. Lo que esa doctrina no pudo explicar de manera

seria, clara y convincente: daño para quién?

No hay que ser muy avisado para advertir que la baja de cotización de la acción, y por ende, la baja de valor de capitalización de mercado de la empresa cotizada, genera un daño directo a los inversores titulares de ese activo financiero, más no, a la sociedad emisora de dicho activo. Ésta no sufre daño alguno, ni directo, ni indirecto. El que sufre la pérdida económica y patrimonial es el inversor, y nadie más. La abrupta y significativa baja del valor de capitalización de mercado de la empresa cotizada no genera daño alguno para la sociedad; y menos en nuestro entorno donde las sociedades cotizadas suelen tener el capital de control en pocas manos. Digo esto último porque un argumento atendible frente a la abrupta baja de cotización de la acción podría ser, la fuerte amenaza de una posible toma de control hostil (Hostil Take-over) a precio de oportunidad. Ese argumento, entre nosotros, se desvanece; y más aún cuando el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSeS es un socio tenedor de participaciones significativas en el capital social y un jugador relevante en cualquier toma de control, hostil o no. Esa posible amenaza de toma de control queda blindada por la presencia de la ANSeS. En síntesis, el argumento de que la toma de control pueda configurar un potencial daño al interés social, no es creíble para nosotros.

1. El rescate de acciones y la Ley de Mercado de Capitales.

El decreto 677/01 (ahora Ley de Mercado de Capitales) introdujo variaciones muy importantes al régimen de rescate de acciones previsto en el artículo 220.2 y que permitieron facilitar y dinamizar el negocio de autocartera para sociedades cotizadas. El paso más significativo dado por la nueva legislación fue, precisamente, eliminar el requisito del *daño grave* dejando en manos del órgano de administración decidir el rescate de acciones cualquiera sea el motivo o la causa que lo justifique. O sea, el rescate hoy puede estar fundado en una abrupta baja en el precio de cotización de la acción, o en cualquier otro motivo razonable que lo justifique.

Ahora bien, abierto el espectro de posibilidades que habilitan este negocio sobre acciones propias y de neto corte especulativo y bursátil, la Ley de Mercado de Capitales impone dos límites bien precisos: (i) no se puede rescatar más del 10% del capital social y (ii) se las puede mantener en cartera por un plazo no mayor a tres ejercicios. Vencido este plazo sin que las acciones en cartera sean enajenadas por la sociedad, el capital debe “*reducirse de pleno derecho*” por hasta la cifra nominal del capital en cartera.

Y este es el nudo gordiano de estas reflexiones. Sobre él volveré más abajo.

Otro requisito añadido por la Ley de Mercado de Capitales, y que no podemos pasar inadvertido, es que la sociedad que rescata sus acciones debe acreditar que la adquisición de sus

propias acciones no afecta su “solvencia”; pero no sólo ello, sino que además, aquella cuenta con la “liquidez” necesaria para adquirir sus propias acciones.

A continuación paso a explicar cada uno de estos recaudos.

Veamos:

2. Reducción de pleno derecho del capital social.

En nuestro sistema legal el rescate de acciones se apalanca, siempre, con cargo a ganancias líquidas y realizadas o con cargo a reservas de libre disponibilidad. O sea, para proceder a la adquisición de las propias acciones la sociedad debe contar en su haber patrimonial con reservas libres por valor equivalente al precio pagado por el rescate, precio que, debería ser superior, o al menos igual, al valor de cotización de la acción. De lo contrario, el mercado no aceptará la oferta de adquisición lanzada por la sociedad para llevar adelante con éxito el rescate.

Cómo funciona contablemente esta operación?

El rescate con cargo a reservas libres o cuentas patrimoniales de libre

disponibilidad tiene dos efectos contables muy simples: (i) mantiene la cuenta “capital social” inalterada y, (ii) modifica las otras cuentas patrimoniales. Con esto quiero significar que el rescate de acciones propias tiene por efecto necesario e inevitable reducir las reservas a una cifra igual al costo de adquisición de las acciones, o sea, al precio pagado por ellas. Ese precio se hace efectivo contra activos líquidos de la sociedad o contra nueva deuda. En el primer caso las cuentas del activo y del patrimonio se ajustan para abajo por sumas iguales; mientras que en el segundo, ajusta para abajo las cuentas de reservas y para arriba la cuenta del pasivo exigible. O sea, financiado el rescate con activos o con pasivos, el patrimonio neto siempre disminuye en igual

proporción.

Está claro y surge evidente que el rescate de acciones propias para llevar adelante un negocio de autocartera implica “salida de caja” contra reducción del patrimonio, no importa como se lo apalanque.

Tengamos presente que una vez producido el rescate de las acciones, la

“No hay que ser muy avisado para advertir que la baja de cotización de la acción, y por ende, la baja de valor de capitalización de mercado de la empresa cotizada, genera un daño directo a los inversores titulares de ese activo financiero, más no, a la sociedad emisora de dicho activo. Ésta no sufre daño alguno, ni directo, ni indirecto. El que sufre la pérdida económica y patrimonial es el inversor, y nadie más.”

cuenta capital social se divide en dos subcuentas: (i) acciones en circulación y (ii) acciones en cartera. Ésta última acompañada con una nota (art. 65 LSC).

Vencido el plazo de 3 años sin que las acciones sean nuevamente colocadas en el mercado, nace para la sociedad emisora la obligación de cancelar las acciones en cartera por reducción de capital social, y esa obligación es “de pleno derecho” pues así lo impone la Ley de Mercado de Capitales y Normas de la CNV.

Tanto la Ley de Mercado de Capitales como las Normas de la CNV no nos dicen qué tenemos que hacer frente a la obligación de reducir el capital social cuando decidimos no enajenar las acciones en cartera vencido el plazo de 3 años,. Estamos frente a una reducción voluntaria de capital?

Llegamos finalmente al punto que nos interesa debatir.

3. Reducción de pleno derecho: publicación de edictos?

La reducción del neto patrimonial ya se produjo, y se produjo hace ya 3 años!

O sea, la razón preventiva ideada por el legislador y que justifica dar a publicidad la reducción patrimonial por disminución voluntaria del capital no encaja perfectamente en la operación de autocartera que estamos analizando.

El artículo 204 de la ley 19.550 prevé no sólo la publicación de edictos sino, además, la opción a favor de los acreedores para lograr ser desinteresados de sus acreencias u, obtener embargo suficiente sobre activos sociales. La publicidad tiene una clara misión preventiva frente a la reducción efectiva de la cifra de retención que es el capital social, instituido como prenda común de los acreedores. Dar a publicidad esta decisión tiene por misión poner en alerta a los acreedores de la sociedad.

Similar garantía opera cuando la sociedad decide distribuir la prima de emisión (art. 202) o, en su caso, la reserva legal. Estas cuentas son concebidas como cuentas de capital y por lo tanto sometidas a las reglas del artículo 204.

La reducción del capital social “de pleno derecho” posterior a una operación de rescate, funciona como “ajuste” contable o nominal de la cifra capital como consecuencia de la no enajenación de las acciones en cartera, vencido el plazo de 3 años. Esta reducción de pleno derecho, se acercaría más a una reducción “obligatoria”, también conocida como “reducción contable o nominal” propia del artículo 206 LSC.

La reducción contable o nominal destinada a compensar y absorber pérdidas patrimoniales posee un ADN muy similar a la reducción de pleno derecho prevista para el rescate de acciones.

El neto patrimonial ya sufrió el ajuste (para abajo) al momento de producirse el negocio del rescate de las acciones, sin perjuicio de que el capital se mantuvo inalterado durante 3 años. Exigir la publicación de edictos por reducción “nominal” del capital parece una solución inútil y absurda considerando el fin tuitivo de la publicidad edictal. Fin que se desvanece al haberse producido la reducción patrimonial al producirse el rescate hace ya 3 años.

En la reducción de pleno derecho no hay salida de caja, ni reembolso de capital, sino un simple ajuste de esta cuenta; o sea, la eliminación dentro del balance de la subcuenta: “acciones en cartera”. Punto y aparte.

Considerando que las acciones en cartera operan como “capital mudo” al carecer de votos, parece razonable que el legislador hay buscado incentivar la enajenación poniendo un plazo máximo para retenerlas en el patrimonio. Que la sociedad sea socia de sí misma no luce prolijo siendo aconsejable aclarar esta situación en un plazo prudente y razonable: 3 años.

Recordemos que para las sociedades cerradas el plazo es de un año, prorrogable a opción de la sociedad. La ley 19.550 no fija cantidad máxima de prórrogas pudiendo incluso exceder los 3 años fijados para las que hacen oferta

pública. Este plazo es perentorio e improrrogable.

La operación de reducción de pleno derecho es muy simple: se elimina del balance la cuenta “acciones en cartera” y se cancelan las acciones con reforma de los estatutos sociales. O sea, al momento de producirse la reducción del capital el patrimonio neto no sufre modificación alguna.

No veo cuál puede ser la diferencia conceptual, jurídica y contable entre reducir el capital de pleno derecho a causa de un rescate de acciones, a

“La reducción contable o nominal destinada a compensar y absorber pérdidas patrimoniales posee un ADN muy similar a la reducción de pleno derecho prevista para el rescate de acciones.”

reducir el capital a causa de pérdidas contables. En ambos supuestos el neto patrimonial sufrió el ajuste (para abajo) como hecho *ex – ante* y no *ex – post*; y en ambos supuestos la

reducción es “obligatoria”. O sea, lo impone la ley como consecuencia de un hecho jurídico previo: el rescate de acciones en un caso, o la pérdida de patrimonio en otro.

Puede darse la situación, no poco probable, de que el neto patrimonial haya aumentado en los 3 años posteriores al rescate, presentando por lo tanto la sociedad una mayor solvencia patrimonial a la que mostraba al momento del producirse el rescate de las acciones; tornando absurda la

publicación de edictos y la oposición de acreedores.

Por todos estos fundamentos no corresponde publicar edictos y menos, darle derecho a los acreedores para que ejerzan oposiciones.

Pero hay más ...

4. La solvencia del ente al momento del rescate.

Nótese que uno de los recaudos sustanciales exigidos por la Ley de Mercado de Capitales es que la sociedad acredite que la operación de rescate no afectará su solvencia (art. 64.c). Debe entenderse que esta norma quiso decir que no afectará “significativamente” su solvencia pues, la operación de autocartera –tal como está diseñada en nuestro sistema legal - siempre afecta la solvencia de la sociedad, en mayor o en menor medida. Como dije antes, más allá de cómo se financie (con activos o con pasivos) el neto patrimonial siempre sufre un ajuste.

O sea, en línea con la no necesidad de publicar edictos, se agrega este recaudo formal que exige a la sociedad emisora

informar a la CNV que la operación de rescate de sus propias acciones no tendrá efecto adverso en la solvencia del ente. O sea, la relación deuda/patrimonio (*Debt to Equity Ratio*) no sufrirá un impacto adverso significativo.

Sin duda, ese recaudo tiene dos destinatarios exclusivos o preferentes: (i) los inversores y (ii) los acreedores. Sin embargo, el principal destinatario del artículo 64.c de las Normas son los acreedores sociales quienes suelen correr con el riesgo de la externalidad. Son los acreedores desinformados, atomizados y quirografarios quienes suelen tomar sobre sus espaldas el riesgo empresarial; y ellos son los destinatarios exclusivos del mecanismo de publicidad.

Dar a conocer al mercado que la operación de autocartera no tendrá un efecto adverso significativo sobre el patrimonio de la sociedad, y que, además, la sociedad cuenta con liquidez suficiente para financiar el rescate debería ser elemento de publicidad suficiente que le permita al mercado informarse, enterarse y conocer sobre los efectos patrimoniales de la operación de rescate.

