

El canje de títulos en la reducción de capital por pérdidas: El caso Colorín SA.

Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

I. LOS HECHOS.	3
II. REDUCCIÓN DE CAPITAL: IMPACTO RESPECTO DE LAS ACCIONES Y TÍTULOS. ...	4
III. REDUCCIÓN NOMINAL: EFECTOS JURÍDICOS Y CONTABLES.	5
IV. INSCRIPCIÓN ADMINISTRATIVA DE LA VARIACIÓN DEL CAPITAL: EFECTOS. ...	6
V. AUMENTO NOMINAL DEL CAPITAL (EMISIÓN DE ACCIONES), REDUCCIÓN NOMINAL DEL CAPITAL (CANCELACIÓN DE ACCIONES).	7
VI. EL PROCESO DE REDUCCIÓN DE CAPITAL EN EL CASO COLORÍN Y EL CANJE DE TÍTULOS.	7
VII. EL ACTA DE ASAMBLEA DEL 16 DE JUNIO Y LA NOTA A LOS ESTADOS CONTABLES.	8
VIII. RÉGIMEN DE OFERTA PÚBLICA. NORMAS DE LA CNV Y LEY 22.169.	9
IX. EFECTOS JURÍDICOS DE LA CONFORMIDAD DE LA CNV.	9
X LA COMPRAVENTA DE ACCIONES FRENTE A LA CANCELACIÓN POR REDUCCIÓN DEL CAPITAL.	9
XI PRECIO DE COMPRA VS VALOR DE COTIZACIÓN DE COLORÍN.	10
XII. VALOR DE CAPITALIZACIÓN LUEGO DEL CANJE.	11
XIII. CAPITAL INSCRIPTO Y CAPITAL SUSCRITO: ¿CUÁLES SON LAS ACCIONES EN CIRCULACIÓN?	13

I.

Los hechos.

Cannon Puntana SA demandó a Colorín SA, sus directores y síndicos por las consecuencias dañosas derivadas de un negocio bursátil y especulativo: la compra de valores mobiliarios con cotización¹.

Entre los meses de diciembre de 2002 y enero de 2003 Cannon Puntana SA ("Cannon") adquirió en el mercado de valores 172.183 acciones ordinarias clase B de \$1 valor nominal de Colorín SA pagando por esas acciones la suma de \$575.791, o sea \$3,34 por acción.

Algunos meses previos a la compra, y más específicamente el 16 de junio de 2001, Colorín SA absorbió quebrantos acumulados con cargo a capital social por la suma de \$ 9.381.000. Dicha absorción se impuso por el artículo 206 LSC atento a que las pérdidas operativas habían consumido la totalidad de las reservas libres más la legal y el 50% del capital suscrito. Mediante este negocio jurídico el capital social de Colorín SA pasó de \$10.839.000 a \$1.458.000 representado por igual cantidad de acciones.

Del acta de asamblea del 16 de junio surge que la operación de reducción tenía como efecto necesario el canje de los títulos como consecuencia de la cancelación de 9.381.000 acciones. A la fecha del contrato de compra de las acciones, el <<canje>> no se había llevado a cabo. Según surge de los hechos relatados en la causa judicial, a esa fecha se encontraba pendiente de inscripción ante la Inspección General de Justicia el expediente administrativo aprobatorio de la reducción. El 17 de agosto de 2004 esto es 3 años después de la asamblea que decidió la reducción de capital ordenando el canje se obtuvo la inscripción ante la IGJ².

¹ El mercado anunciaba rendimientos de las acciones de Colorín SA del 210,13%. El lector interesado puede consultar "*Reporte Mensual de Negociaciones de la BCBA. Noviembre 2002*". Bolsar.

² El fallo cita la inscripción de la reducción ante la IGJ. Sin embargo importa aquí destacar que la inscripción con efectos administrativos para las sociedades con oferta pública de acciones es la correspondiente a la Comisión Nacional de Valores. Presumimos que a la fecha de la compra de las acciones la aprobación por la CNV había sido obtenida. Este dato surge de los propios balances de la sociedad emisora.

Cannon compró las acciones creyendo adquirir el 12,83% del capital social y votos de Colorín SA. El comprador habría tomado su decisión de inversión tomando como cierto un capital suscrito de \$1.458.000. La información sobre la cual el comprador decidió la compra fue, precisamente, la cifra de capital anunciada por ciertos medios gráficos especializados (*virg.*, Panorama Bursátil y Bolsas & Mercados) ... y que alentaban invertir en estos títulos (*sic*). Esa cifra de capital era: \$1.458.000

No podemos pasar por alto el siguiente dato: a la época de realizarse la compra (diciembre 2002 - enero 2003) la reducción nominal del capital estatutario se reflejaba en los estados contables de la emisora; en especial, en su cuadro de evolución del patrimonio neto y la correspondiente nota N° 8³. Este dato contable no es menor si consideramos que para las empresas que hacen oferta pública de acciones la variación del capital social no implica reforma de los estatutos pues aquella la modificación del capital surge, precisamente, de los estados contables. Esta fórmula legal deja entrever la siguiente idea: respecto de la cifra capital social, la información contable lleva la delantera.

Tiempo después de adquirir las acciones Cannon constató que aquellas acciones compradas no correspondían al capital suscrito emitido y en circulación sino al viejo capital que se encontraba inscripto en el Registro Público de Comercio. Esto significó que las 172.183 acciones compradas debían computarse sobre un circulante de 10.839.000 acciones. Como consecuencia de este *espejismo bursátil* las acciones compradas no representaban aquel 12,8% sino tan sólo un 0,015% del capital social y votos de Colorín SA

Ante tamaño contexto, la demanda tuvo por propósito obtener el reembolso del precio pagado imputando a la sociedad emisora responsabilidad extracontractual o aquiliana⁴.

Para el comprador, la frustración del fin del contrato (adquirir una cantidad de acciones que confieran el derecho al 12,8% del capital y votos) no se debió a incumplimiento contractual del agente bursátil, vendedor intermediario sino, a la

³ El lector puede consultar los balances de Colorín SA en www.cnv.gov.ar/informaciónfinanciera/emisoras.

⁴ Este aspecto del reclamo será analizado en otra entrega.

culpa de la emisora, sus directores y síndicos por haber omitido ciertos deberes de conducta vinculados con la transparencia de la oferta pública de acciones y el derecho de información amplia, precisa, detallada y transparente que tienen quienes invierten en la oferta y negociación de valores negociables con cotización.

La sala D rechazó el reclamo *in totum* imputando al comprador, entre otras cuestiones, un obrar negligente⁵.

En opinión del Tribunal el comerciante, como hombre de negocios profesional, no puede basar su decisión de invertir en títulos con oferta pública sobre la base de información extraída de periódicos y revistas. Aplicando el *test* de diligencia impuesto al buen hombre de negocios (obrar informado) la alzada tildó al comprador de negligente y para ello se basó en la pauta de conducta exigida por el artículo 902 del Código Civil.

Interesa aquí analizar los efectos jurídicos, patrimoniales y contables de una reducción nominal del capital, el canje de los títulos representativos de las acciones y sus consecuencias frente a un contrato de compraventa. Los aspectos dañosos de este caso serán analizados en otra entrega.

II.

Reducción de capital: impacto respecto de las acciones y los títulos.

Cuando hablamos de variación de la cifra jurídica del capital debemos distinguir tres conceptos: 1) el capital social como cifra patrimonial de retención, 2) las acciones como fracción ideal en que se divide el capital jurídico y, 3) el título (o constancia) en el que se corporiza o representan las acciones y los derechos añadidos.

La anónima como contrato organizativo de factores productivos no es más que una técnica jurídica de titulación de derechos patrimoniales (*Asset Securitization*). La técnica legal de emitir acciones con cargo a un fondo aportado por los socios tiene por finalidad facilitar el fraccionamiento de derechos

⁵ En ambas instancias se cuestionó la legitimación activa de Cannon quien no habría acreditado en el expediente haber comprado dichas acciones.

políticos y económicos en estricta proporción al capital aportado. O sea, generar una relación de poder equivalente entre derecho de voto y derecho al dividendo. La técnica de entregar un título (o constancia) representativo de aquella fracción (*Share*) tiene por único objetivo facilitar la circulación de la riqueza permitiendo la libre transferencia de aquellos derechos con reducidos costes transaccionales. Toda esta sofisticada tecnología legal apunta a que la hacienda empresaria pueda explotarse más allá de sus accionistas creando un centro de imputación legal que permita limitar la responsabilidad de los inversores. El modelo de empresa cotizada es el paradigma de esto que acabamos de describir⁶.

La variación de la cifra jurídica de capital impacta decididamente sobre aquellas fracciones. Si estamos frente a un aumento de capital la sociedad precisará emitir nuevas fracciones para permitir el ejercicio del derecho de preferencia. Si estamos frente a una reducción por rescate de acciones la sociedad deberá cancelar fracciones. Es decir, al aumento de capital le corresponde el acto de emitir y a la reducción el de cancelar; ahora bien no siempre funciona así forzosamente.

En toda reducción de capital (sea real o nominal) la sociedad puede elegir otras opciones: 1) reducir el valor nominal de las acciones en circulación (p.ej., resellado del valor nominal en los títulos sin cancelación de acciones), 2) cancelar las acciones circulantes en exceso del capital reducido (p.ej., resellado del título respecto del número de acciones que representa) y 3) cancelación de la totalidad de las acciones y sus respectivos títulos para sustituirlos por nuevos títulos de igual o diferente valor nominal. Esta última operación se conoce como agrupamiento de acciones y canje de títulos⁷.

⁶ El lector interesado puede consultar VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván. *Análisis Económico del Derecho de Preferencia*. Working Paper N° 17. CEDEF law & finance. VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván. *El Empresario Individual y la Estructura Jurídica Societaria*. Working Paper N°30. CEDEF law & finance
⁷ *Vid.*, artículo 213.5 LSC. *Conversión de los títulos con los datos que corresponden a los nuevos*. El lector puede consultar el artículo 100.3 de las Normas de la IGJ donde consta que en el proceso de inscripción administrativa de una operación de reducción (forzosa o voluntaria) la sociedad debe acompañar al trámite administrativo un informe formado por el representante legal indicando cómo se materializará la operación de reducción. A tal efecto cita como ejemplo: la operación de canje o el resellado de los títulos. Esto indicaría que

A igual conclusión podemos llegar respecto del aumento de capital.

Toda esta operación material de resellados, cancelaciones y canjes debe tener su contrapartida en el libro de registro de acciones y así lo expresa el artículo 213.5 LSC: *la conversión de los títulos, con los datos que correspondan a los nuevos*".

Ahora bien debemos distinguir el acto jurídico de cancelación de la acción del acto material de canje de títulos. No son lo mismo aunque habitualmente suele confundírseles; y como lo *habitual* suele no ser un buen consejero, conviene distinguirlos. En efecto, el artículo 223 LSC sobre amortización de capital sugiere la *anulación de los títulos para sustituirlos por bonos de goce*, vale decir proceder a la anulación de los certificados para canjearlos por otro título participativo: el bono. Este mecanismo de anulación y canje de títulos confirma la tesis de que puede inutilizarse el certificado representativo de la acción sin que ello implique reducción jurídica del capital, ni cancelación de la acción como fracción ideal.

El artículo 220.1 LSC nos remite a la *cancelación de la acción (previa) resolución de reducción de capital*. Observamos que esta nota refiere claramente a la cancelación de la fracción ideal como consecuencia de la reducción jurídica del capital social.

Mientras el primer dispositivo habla de anulación de títulos, el segundo indica cancelación de acciones. La diferencia salta a la vista. Por anulación nos referimos a la inutilización del título valor en los términos de los artículos 746 a 765 del Código de Comercio.

Esta claro que en el caso Colorín la sociedad optó por la fórmula habitual de reducción de capital + cancelación de acciones + canje de títulos. El resultado de aplicar esa fórmula derivó en que el capital circulante estaba

dividido en 1.458.000 acciones representativas de un capital suscrito de \$1.458.000.

III.

Reducción nominal: efectos jurídicos y contables.

La decisión social de reducir el capital suscrito (ya sea voluntaria o forzosa) opera y es oponible a todos los accionistas desde el instante mismo en que la asamblea así lo ha decidido. Esta resolución social lleva añadida la reforma de la cifra estatutaria del capital; salvo para las cotizadas⁸. Mientras en la reducción real y voluntaria estamos parados ante un negocio sujeto a condición suspensiva, la reducción nominal y forzosa es un negocio de tracto simultáneo produciendo plenos efectos legales desde el momento mismo en que la asamblea adoptó la decisión (*vid.*, artículos 203, 204, 206, 220.1, 223, 235.3 LSC). En este sentido podemos afirmar sin que nos tiemble el pulso que el aumento o reducción de capital opera *ipso iure*⁹.

Todos sabemos que el negocio jurídico de variación del capital se mueve en tres planos bien diferentes: 1) el jurídico, 2) el contable y 3) el administrativo.

El primero tiene que ver con los *efectos intra y extrasocietarios del negocio de variación* debiendo la sociedad cumplir con todos los recaudos sustanciales y formales necesarios para que la modificación de la cifra estatutaria del capital surta plenos efectos legales y sea considerado un negocio jurídico válido y oponible. Rodear al acto de requisitos formales hace a su validez o nulidad.

De la mano de lo jurídico están los estados contables que son, en definitiva, la expresión aritmética del negocio jurídico de variación. Los balances sólo tienen por objetivo reflejar el impacto patrimonial del acto jurídico de ampliación o de reducción del capital.

la operación de canje o resellado debe acompañar el acto jurídico de reducción. O sea, aquel acto material forma parte del negocio jurídico de reducción de capital sin que la operación de canje de títulos o su resellado (aspecto material de la operación) se encuentre sujeto o condicionado a resolución administrativa alguna.

⁸ Tengamos presente que en las sociedades cotizadas la modificación del capital no implica reforma de estatutos. La evolución de la cifra estatutaria del capital social surge sólo de los estados contables.

⁹ En el aumento de capital real el aumento está condicionado al efectivo ejercicio del derecho de preferencia. En la reducción está condicionado a la aceptación por el accionista de la oferta de compra. Nada de esto ocurre en los aumentos o reducciones contables.

En un tercer plano, el administrativo, observamos que la variación del patrimonio mínimo de garantía está sujeto a ciertos controles de legalidad por parte del Estado. Todos sabemos que la inscripción registral no tiene por efecto jurídico constituir, modificar o extinguir derechos sino más bien darle efecto declarativo con alcance *erga omnes*¹⁰. Así lo ha enseñado el artículo 12 LSC desde hace más de treinta años aún cuando la Inspección General de Justicia de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires pretenda inflar sus funciones arrogándose infundadas competencias¹¹.

En el plano jurídico todos sabemos que el único acto con eficacia legal para constituir, crear, alterar y modificar derechos patrimoniales es el órgano de gobierno. Éste es el único competente para decidir sobre la variación del capital estatutario, su mérito, oportunidad y conveniencia y para fijar la forma y modo de llevarlo adelante. Es a partir de este acto colegiado que la sociedad cuenta con el elemento causal para la *emisión* (si fuera un aumento) o para la *cancelación* (si fuera una reducción).

Es precisamente en la variación nominal del capital donde lo legal y lo contable logran fundirse como una sola cosa siendo la reducción por pérdidas el fenómeno jurídico y contable más expresivo de esta amalgama.

En efecto, frente a pérdidas operativas que excedan lo que pueden soportar las reservas más el 50% del capital no queda otro camino que compensarlas contra nuevos aportes, nuevas ganancias o contra el capital. Producidas las pérdidas en semejante tamaño la ley obliga poner las cosas en su lugar, esto es reflejar en el balance la real cifra de retención

¹⁰ Decimos esto a pesar de la pretendida función de control de legalidad *sustancial* autoarrogada por las Normas de la IGJ.

¹¹ El lector interesado puede consultar la doctrina del caso Compañía Naviera El Cano SA de la sala D de la Cámara Nacional Comercial con el ilustrado voto del vocal preopinante Dr. Pablo Heredia. También puede consultarse VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván. *Nuevo Régimen Administrativo de Capital Asignado y Patrimonio de Sucursales de Sociedades Extranjeras*. Working Paper N°16. CEDEF law & finance. VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván. *Prima de Emisión Obligatoria: ¿control de legalidad sustancial de la IGJ?* Working Paper N°9. CEDEF law & finance.

patrimonial. Es precisamente por este motivo que a esta clase de reducción se la suele denominar *contable o nominal* puesto que *no altera* el neto patrimonial y *no alerta* a los acreedores sobre la reducción. El efecto es insípido e incoloro para socios y acreedores. La fórmula química del artículo 206 LSC tiene por efecto blanquear los estados contables mostrando una cifra de capital que refleje las pérdidas patrimoniales. O sea *una norma de estricto carácter informativo*.

Aún cuando la reducción contable *no altera* y *no alerta*, tal como lo hemos expresado, sí tiene importantes consecuencias respecto de quienes entran en contacto con la sociedad a partir de un contrato de compraventa de acciones. Para éstos la información contable no será indiferente (*vid.*, artículo 1195 del C. Civil)¹².

IV.

Conformidad administrativa de la variación del capital: efectos.

Hemos dicho que la conformidad administrativa tiene por único efecto legal darle oponibilidad *erga omnes* a la variación del capital suscripto. Obtener el placet administrativo implica que la sociedad ha superado el test de legalidad. Esto quiere decir que a los ojos del Estado la variación del capital a cumplido con los recaudos mínimos de *fair play*.

El control de legalidad administrativo no convierte al acto colegiado societario en un acto condicional suspensivo o resolutorio. Para nosotros la variación del capital se encuentra firme y es irrevocable hasta tanto un juez de la Nación declare la nulidad del acto jurídico con los efectos propios de la nulidad (*vid.*, arts. 251, 254 LSC y 1046, 1048 y 1050 C. Civil). Dicho en otros términos la emisión o cancelación sustancial de las acciones como fracción ideal del capital se produce cuando lo aprueba la asamblea, decisión que sólo podrá ser dejada sin efecto como consecuencia de una sentencia judicial que declare nulo el aumento o la

¹² *Vid.*, VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván. *Pérdida Total del Patrimonio: efectos jurídicos, contables y financieros*. Working Paper N° 3 - CEDEF law & finance. VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván *Operación Jurídica de Reducción de Capital a "Cero" y Simultáneo Aumento*. Working Paper N° 4 - CEDEF law & finance. VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván. *Análisis del Impuesto de Igualación en las Operaciones de Rescate de Acciones*. Working Paper N° 15 - CEDEF law & finance.

reducción, o frente a una asamblea que revoque el acuerdo impugnado. Esto es lo que nos enseña el artículo 1046 del código civil tanto para los actos nuloabsolutos como para los nulorelativos.

Queremos con este argumento despejar algunas incógnitas sobre los efectos de la inscripción registral respecto de la reducción del capital puesto que a nuestro modo de ver las cosas la subordinación del negocio a la inscripción registral fue el nudo gordiano del caso Colorín

V. **Reducción (nominal) del capital: ¿cancelación de acciones?**

Insistimos con este concepto: la reducción por pérdidas *no implica, forzosamente, cancelación de acciones.*

Tanto el aumento como la reducción pueden fácilmente instrumentarse modificando el valor nominal del capital circulante sin necesidad de tener que alterar el número de acciones en circulación. A contrapelo de esto que decimos vemos un caso interesante en la emisión de acciones liberadas por capitalización de cuentas patrimoniales (artículo 189 LSC). Sin duda la emisión de estas nuevas acciones es una opción que nos ofrece la ley societaria sin que esto signifique desechar otras alternativas. El método de aumento de valor nominal sin emisión de nuevas acciones permite evitar inflación mediante la creación de fracciones adicionales sobre un mismo patrimonio. El efecto indeseado de la emisión de acciones liberadas es la devaluación del VPP por acción al verse incrementado el circulante sobre una misma masa patrimonial¹³.

Esto que afirmamos lo entendemos con un simple ejemplo:

a) 1.000 acciones de \$1 v/n que representan un capital social de \$1.000 y un PN de \$10.000.

VPP x acción: $1.000 / 10.000 = \$10$

¹³ El efecto nocivo se agrava frente a la emisión de acciones liberadas por capitalización de la cuenta ajuste integral de capital. El lector interesado puede consultar nuestra crítica en VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA Iván. *Capitalización de Ajustes Contables: ¿capitalización del capital?* Working Paper N° 31. CEDEF law & finance

b) Capitalización de reservas por \$1.000 emitiendo 1.000 acciones liberadas y un PN de \$10.000.

VPP x acción: $2.000 / 10.000 = \$5$

c) Capitalización de reservas por \$1.000 ajustando el v/n por acción a \$2.

VPP x acción = $1.000 / 10.000 = \$10^{14}$

Más allá del mecanismo de ajuste del valor nominal que proponemos, la demostración empírica prueba que es práctica habitual de nuestro mercado que el aumento de capital suscripto (sea nominal o real) lleva a la emisión de nuevas acciones, mientras que la reducción (nominal o real) lleva a la cancelación. Podríamos afirmar que la emisión y cancelación de acciones se da, habitualmente, en todos los procesos de aumento o reducción de capital, pero señalamos que esto no es forzoso.

La cancelación de acciones por reducción de capital deriva normalmente en canje de títulos con el fin de sacar de circulación los certificados representativos de las acciones correspondientes al capital reducido.

Sin duda éste fue el íter reduccionista decidido en Colorín.

VI. **El proceso de reducción de capital en el caso Colorín y el canje de títulos.**

La reducción nominal tuvo el siguiente cronograma de fechas, según el fallo:

1. 16 de junio 2001 = Asamblea Extraordinaria de Accionistas que decide la reducción de capital y ordena al directorio llevar a cabo el canje.
2. 25 de julio 2002 = Conformidad administrativa de C.N.V y cancelación parcial de oferta pública.
3. 24 de diciembre 2002 = Compraventa de acciones.
4. 31 de diciembre 2002 = Balance anual de Colorín SA
5. 28 de enero 2003 = Compraventa de acciones.
6. 04 de marzo 2004 = La BCBA informa que la reducción se encuentra en trámite de inscripción ante la IGJ.

¹⁴ En este caso se reduce la prima a \$8 por acción.

7. 17 de agosto 2004 = Se inscribe la reducción de capital ante la IGJ.
8. 29 de octubre 2004 = La BCBA resuelve cancelar las acciones y procede al canje de títulos.

Entre la asamblea que decidió la reducción, cancelación y canje y la inscripción ante la IGJ del expediente administrativo (CNV) se observa una demora del trámite burocrático de algo más de 36 meses.

Entre tanto Colorín SA giró con un capital suscrito de \$1.458.000 y, a la vez, 10.839.000 acciones en circulación: ¿Acciones en exceso del capital suscrito?

Mientras los estados contables daban cuenta de un capital representado por 1.458.000 acciones ordinarias clase B de \$1 valor nominal cada una y estando aprobada dicha reducción por la CNV y cancelada parcialmente la autorización de hacer oferta pública respecto de las acciones canceladas, el mercado de valores (a través de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires) conservaba intactas acciones correspondientes a un capital inscripto, que llamaremos *capital burocrático*.

Lo paradójico de esto es que el 25 de julio de 2002 la CNV dictó resolución administrativa cancelando la oferta pública de 9.381.000 precisamente por natural efecto de la reducción de capital operada en Colorín SA. La CNV conformó la reducción, la cancelación y el canje ¿Qué más hace falta?

Parece la reducción, cancelación y canje quedó subordinada a la anotación de un expediente administrativo ante la IGJ, órgano éste que carece de toda jurisdicción respecto de las sociedades que hacen oferta pública de su capital. Nosotros creemos que esta subordinación deba revisarse puesto que de lo contrario estamos poniendo el carro delante del caballo.

VII.

El acta de asamblea del 16 de junio y la nota a los estados contables.

La asamblea del 16 de junio ordenó el canje. De acuerdo con lo que surge del punto octavo del orden del día los socios delegaron en el órgano de administración llevar a cabo lo

siguiente: *establecer el mecanismo que asegure que con motivo de la reducción de capital ningún accionista pierda su condición de tal y (...) la instrumentación de la reducción de capital, el canje de las constancias de las tenencias de las acciones ante la Caja de Valores S.A.*

Está claro que la reducción implicó dos cosas: 1) cancelación de acciones y 2) canje de títulos.

Los balances posteriores a la asamblea daban cuenta de un capital social suscrito e integrado de \$1.458.000 de manera tal que los estados contables reflejaban en números y en notas el negocio jurídico decidido por aquella asamblea. A la época de la compra de las acciones la nota N° 8 a los estados contables informaban sobre el estado de evolución del capital social conforme los siguientes guarismos:

- a) Capital inscripto en el RPC = \$10.839.000.
- b) Capital Suscrito = \$1.458.000.
- c) Capital Integrado = \$1.458.000.

Así las cosas se estaba informando al mercado inversor lo siguiente: mientras existía un capital inscripto residual por \$10.839.000, el capital efectivamente suscrito e integrado era de: \$1.450.000

Esta nota incluso aclaraba que: *En virtud de los resultados negativos acumulados al 31 de marzo de 2001, la sociedad se encontró alcanzada por las disposiciones del Art. 206 de la ley 19.550 de Sociedades Comerciales, por lo cual el Directorio propuso la Reducción del Capital en los términos de dicha norma legal a la Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 16 de julio de 2001, la cual aprobó por unanimidad reducir el capital social a miles de \$ 1.458. La Comisión Nacional de Valores mediante su Resolución 14267 aprobó dicha Reducción autorizando a la oferta pública el capital resultante y remitió el expediente a la Inspección General de Justicia para su correspondiente inscripción, la cual se halla pendiente a la fecha de emisión de los presentes Estados Contables.*

Por lo tanto, al momento de efectuarse la compra de las acciones tenemos que la reducción de capital y cancelación de acciones se encontraba aprobada por la autoridad de aplicación y sólo restaba proceder a la inscripción del expediente administrativo (CNV) ante la IGJ.

VIII.

Régimen de oferta pública. Normas de la CNV y ley 22.169.

El artículo 1° de la ley 22.169 tiene su propio peso específico: *es competencia exclusiva e excluyente de la CNV prestar la conformidad administrativa con relación a las reformas de estatutos y fiscalizar toda variación de capital y el funcionamiento de las sociedades que hacen oferta pública de valores mobiliarios.*

El artículo 2° asigna a este organismo las atribuciones y competencia de la Inspección General de Personas Jurídicas y el artículo 3° dispone que cuando las sociedades con oferta pública abandonan el régimen aquellas dejan de ser fiscalizadas por la CNV para pasar a ser fiscalizadas por la Inspección General de Personas Jurídicas.

Dentro de este contexto normativo está claro que la CNV es quien carga sobre sus espaldas (de manera exclusiva y excluyente) la función de controlar la legalidad formal de las variaciones de capital. En este sentido las Normas CNV reglamentan los recaudos legales y formales que las cotizadas deben cumplir a los efectos de aumentar capital y emitir acciones o, reducirlo y cancelarlo. La CNV es el ente con competencia exclusiva y excluyente para otorgar el *placet* para la emisión de nuevo capital o su cancelación. No otro.

Una función no menor es que además debe velar por el régimen de transparencia, función que le es dada por la ley 17.811 de oferta pública. O sea, la conformidad administrativa no sólo apunta a controlar la legalidad formal de los actos societarios de las emisoras cotizantes sino, además, la de afianzar un trato equitativo e igualitario entre todos los socios: piedra angular sobre el cual se apoya todo el régimen de oferta pública.

Otorgado el *placet* por la CNV significa que la emisora ha cumplido ambos recaudos: (i) control de legalidad y (ii) trato igualitario. Ninguna función le cabe a la IGJ, ni siquiera en el proceso de cancelación de los títulos. En este trámite la IGJ es un verdadero convidado de piedra.

Que quede claro, respecto de las sociedades que hacen oferta pública la IGJ es un depósito de expedientes.

IX.

Efectos jurídicos de la conformidad de la CNV.

Mediante resolución 14.267 la CNV aprobó la reducción y remitió el expediente para su inscripción ante la IGJ; es decir, se confirma lo dicho arriba: la IGJ no es más que un depositario sin ingerencia alguna sobre las sociedades sometidas a control de la CNV. Esto quiere decir que la reducción de capital se encontraba definitivamente aprobada por el órgano administrativo con competencia exclusiva y excluyente para esta faena. Por lo tanto la reducción contaba con la aprobación administrativa para proceder al canje de los títulos sin necesidad de esperar 36 meses.

Negar esto significa someter a las cotizadas a un doble control de legalidad formal, situación que repugna con el régimen de oferta pública por las inseguridades e incertezas que ambos controles representan.

La conformidad administrativa estaba dada por la CNV y la cancelación parcial de la oferta pública respecto de 9.381.000 acciones también, entonces sólo restaba proceder al canje: ¿se precisaba la inscripción del expediente de reducción ante la IGJ?

La respuesta negativa se impone.

Nos preguntamos: ¿negligencia de la emisora?

X.

La compraventa de acciones frente a la cancelación por reducción del capital.

¿Cómo fue que Cannon compró aquellas acciones creyendo adquirir el 12,8% del capital de Colorín cuando en realidad aquellas representaban sólo el 0.015%?

Si aceptamos la tesis de que las acciones del viejo capital inscripto circulaban en el mercado aún la ecuación es muy simple: $172.183 / 10.839.000 = 0,015\%$.

No tenemos dudas de que la reducción por pérdidas llevó literalmente a la pulverización de

9.381.000 acciones residuales; esto quiere decir en buen romance que jurídicamente estaban canceladas.

¿Pudo Cannon creer de buena fe que las acciones compradas representaban el 12,8% del capital social y votos de Colorín?

Veamos:

Si Colorin hubiera optado por la operación de resellado ajustando el valor nominal de las acciones sin cancelación observamos que el capital suscrito de \$1.458.000 sigue estando representado por 10.839.000 acciones en circulación, pero con un valor nominal devaluado de \$0,1345142 cada acción.

Esto significa que si la sociedad hubiera procedido al resellado (tal como lo hemos propuesta más arriba) el comprador hubiera adquirido aquellas 172.183 acciones que finalmente representaban el 0,015% del capital social y votos.

Como el resellado de títulos no fue el camino elegido por Colorín nos queda la duda de saber si aquellas acciones representaban el 0,015% del viejo capital inscrito o el 12,8% del nuevo capital suscrito.

La sala D fue muy severa con el comprador. El juzgado dijo: *no puede (el comprador) alegar que desconocía que las 10.839.000 acciones se encontraban en circulación, ni que creía que las 172.183 acciones representaban el 12,8% del capital social.*

Vale decir, a pesar de que el capital suscrito e integrado se encontraba representado por 1.458.000 acciones ordinarias clase B de \$1 valor nominal cada; a pesar de que la CNV había aprobado la reducción de capital y, a pesar de que la CNV había cancelado parcialmente la oferta pública respecto de 9.381.000 acciones, el comprador no podía ignorar que las acciones que había adquirido correspondían a un capital burocrático y no, al nuevo capital suscrito reducido por pérdidas. Nos preguntamos: ¿compró papel pintado?¹⁵

XI.

¹⁵ Con esto no hacemos referencia al objeto social de la emisora.

Precio de compra y valor de cotización de Colorín.

Cannon pagó por aquellas acciones un precio de \$3,34 por acción.

Para saber si realmente aquel no pudo ignorar que las 10.839.000 acciones estaban circulando en el mercado, y que por lo tanto su intención fue adquirir el 0,015% (y no aquel 12,8%) proponemos como método de interpretación de la verdadera voluntad del comprador hacer una comparación de precios.

Para esta tarea consideramos de utilidad comparar el precio pagado por Cannon contra otros precios de referencia, entre ellos, el valor de libros y el valor de capitalización bursátil (valor de mercado de la compañía). De esta forma podremos comparar algunos valores y desde aquí presumir la real intención del comprador. Veamos:

a. Valor contable: De acuerdo con los estados contables auditados al 31 de diciembre de 2002 el valor del patrimonio neto de Colorín era de \$7.742.000. Si consideramos que el capital suscrito era de \$1.458.000 representado por 1.458.000 acciones observamos que el VPP (valor patrimonial proporcional) por acción era de \$5.31¹⁶. Si comparamos este valor con el precio de compra (\$3,34) podemos decir que la decisión de inversión fue correcta. El comprador pagó por las acciones un precio sustancialmente inferior al valor de libros¹⁷.

b. Valor de capitalización bursátil: Durante los meses de diciembre de 2002 y enero de 2003 las acciones cotizaban a un precio promedio de \$5,84. Esto quiere decir que estaban cotizando prácticamente a la par si lo comparamos con el VPP anterior. O sea, el valor de mercado de Colorín era de aproximadamente \$8.514.720.

¹⁶ Si hacemos el ejercicio de restar ciertos aportes irrevocables realizados por el accionista de control advertimos que el VPP por acción de Colorín SA desciende a \$2.17. *Vid.*, VAN THIENEN Pablo – DI CHIAZZA, Iván. *El aporte irrevocable como problema.* Working Paper N° 10. CEDEF law & finance.

¹⁷ Todo sabemos que este valor contable es de referencia pues toma los activos a su costo de adquisición neto de amortizaciones, no considera el valor real de los intangibles autogenerados (*vrg.*, la marca Colorín), no valúa la capacidad de la empresa para generar flujos de fondos operativos libres (EBTDA) y valúa a los pasivos a su valor de mercado (p.ej., artículo 245 LSC).

Por lo tanto, si consideramos que el capital suscrito era de \$1.458.000 el precio pagado (\$3,34) seguía siendo una verdadera ganga con relación a los dos valores comparativos.

Nuestros números surgen de una cuenta muy sencilla: comparar el VPP y el valor de capitalización bursátil sobre un circulante de 1.458.000 acciones.

Ahora bien si, como lo admite el propio Tribunal las 10.839.000 acciones estaban circulando al momento de la compra el resultado cambia sustancialmente por modificación del factor multiplicador y divisor. Veamos:

Si tomamos como factor multiplicador 10.839.000 acciones el valor de mercado ya no será \$8.514.720 sino casi 8 veces más: $\$63.299.760 = 5,84 \times 10.839.000$.

A la inversa, el VPP sufre una fuerte destrucción pasando a un irrisorio \$0,7142. Esto es absolutamente coherente pues el valor contable de la compañía se divide por 10 veces el capital circulante. Así, notamos que el precio de cotización de Colorín superaba un 500% el VPP. Esto es simplemente un dato.

Este ejercicio no enseña que en definitiva el valor de la compañía depende de un número mágico: la cantidad de acciones en circulación.

¿Cuál era el real valor?

Esta respuesta puede tener dos miradas: la legal y la económica. Si optamos por la primera nosotros no dudamos que el capital emitido a la fecha de compra era \$1.458.000 representado por 1.458.000 acciones ordinarias clase B de \$1 valor nominal cada una. Este era el capital suscrito luego de la reducción del 16 de junio con conformidad administrativa de la CNV. Desde un estricto prisma legal la operación de canje es un acto material consecuencia de la reducción de capital y cancelación de acciones.

Ahora bien, debemos confesar que tenemos sensaciones encontradas.

Nos parece poco creíble que una compañía de la importancia de Colorín tuviera un valor de mercado de apenas \$8.500.000. Por el contrario, sí es posible imaginar que el valor de

capitalización bursátil de una firma líder con un *market share* relevante y una marca de renombrado prestigio tuviera un valor bursátil cercano a los \$60.000.000 que es, finalmente, el número que arroja el precio de cotización por la cantidad de acciones en circulación ($\$5,84 \times 10.839.000$). No parece creíble que el 12,8% de este importante negocio pudiera conseguirse arriesgando unos pocos denarios.

En este sentido podemos compartir el sentir del Tribunal. Ahora bien, ¿es poco creíble? Como en economía y finanzas los razonamientos no son lineales notamos que el valor de mercado de Colorín tampoco serían aquellos \$63.299.760.

¿Cuál era entonces?

Sabemos que nos estamos moviendo en una banda de precio de mercado de entre \$8.000.000 y \$60.000.000. Ambos extremos dependen de la cantidad de acciones que tomemos para hacer el cálculo.

XII. Valor de capitalización luego del canje.

Producido el canje de los títulos y sacadas del mercado las 9.381.000 acciones canceladas debemos hacer una estimación del precio de cotización. Notamos con cierta sorpresa que las acciones de Colorín llegaron a cotizar a mediados de 2005 a un mínimo de \$1, tocando un precio máximo de casi \$40 durante los meses de abril y mayo de 2008.

En cualquiera escenario ya sea de 1.458.000 acciones o en la de 10.839.000 el precio de mercado llegó a valores increíblemente irrisorios. Esto demuestra que en economía las cosas no funcionan como cree sino como el mercado indica, pues estamos hablando de precios, de incertidumbre, de especulación y de expectativas como sentimientos humanos¹⁸. Una empresa líder del mercado de pinturas cotizó apenas unos pocos duros.

¹⁸ Basta revisar el valor de mercado de muchas empresas cotizadas del Dow Jones para advertir que esto es posible. Citigroup llegó a cotizar a \$1,09 en marzo de 2009 junto con GM, Bank of America, AIG, Wells Fargo entre otras empresas líderes de Wall Street con pérdidas de capitalización bursátil nunca antes visto.

Entonces: ¿pudo el comprador creer que podía adquirir el 12,8% por apenas \$500.000? La respuesta es SI.

A la fecha de este trabajo (28 de mayo 2009) las acciones de Colorín cotizan a \$6.70 y el capital suscrito y en circulación es de \$5.568.000 representado por 5.568.00 acciones ordinarias clase B de \$1 valor nominal cada una¹⁹. Considerando esta cantidad de acciones el valor de mercado es de \$37.305.600; esto quiere decir un 50% por debajo del valor de capitalización calculado en el 2002.

De acuerdo con nuestro análisis el comprador pudo creerse con derecho a comprar el 12,8% del capital social y votos pagando medio millón de pesos si consideramos, a ese efecto, el valor de mercado sobre el capital suscrito informado en los estados contables: 1.458.000.

XIII. Capital inscripto y capital suscrito: ¿cuáles son las acciones en circulación?

La reducción de capital como negocio jurídico de variación de la cifra estatutaria de retención patrimonial surte efectos intra societarios desde el momento mismo en que la asamblea aprueba la variación del capital. Así lo enseña el artículo 12 LSC más allá de las necesarias aprobaciones o conformidades administrativas que deban dictar los órganos de contralor societario.

Hemos dicho párrafos arriba que la reducción puede llevar a la cancelación de acciones o a su reagrupamiento vía resellado de títulos. Si la reducción tiene por efecto legal la cancelación de la acción, sea la reducción real o nominal, dicha cancelación sustancial de la fracción ideal del capital (acción) no puede estar condicionada al negocio de canje. Éste es un acto accesorio y complementario de la reducción: elemento causal.

Si usted comparte nuestra forma de ver el problema usted también podrá compartir que no parece jurídicamente posible que luego de

aprobada la reducción de capital la sociedad tenga dos capitales sociales: por un lado el capital inscripto (el llamado capital burocrático) representado por un cierto número de acciones y por otro el capital suscrito (llamado capital legal) representado por otro cierto número de acciones. Estos dos capitales no pueden convivir generando efectos jurídicos. Uno de los dos sobra. Uno de los dos está fuera del comercio.

Está claro que el verdadero y único capital social es el suscrito pues así lo indica expresamente la ley de sociedades. A tal punto esto es verdad que el propio artículo 190 LSC expresamente ordena que no pueden emitirse nuevas acciones si las anteriores no han sido totalmente suscriptas. Esto significa que es jurídicamente irrelevante el capital burocrático pues lo que importa es el capital legal: el capital suscrito.

Creemos que, en este aspecto el tribunal equivocó el razonamiento. La sala D nos dice que *"... existían elementos objetivos de los que se podía munir cualquier inversor para conocer el estado del trámite y por lo tanto el real capital social"*.

El tribunal considera capital real al capital inscripto relegando a un plano burocrático los efectos del capital suscrito.

Reiteramos una vez más: a la fecha de compra de las acciones el capital suscrito se encontraba reducido conforme una asamblea de accionistas legítima y válida y, además, contaba con la conformidad administrativa de la CNV que había cancelado la oferta pública de las acciones residuales; por lo tanto estaban dadas las condiciones jurídicas necesarias para proceder al canje de los títulos sin el calvario de los 36 meses de atraso con las consecuencias indeseadas del caso Colorín.

La celeridad en el trámite de variación del capital hace a la seguridad del tráfico y a la transparencia del régimen de oferta pública de acciones.

¹⁹ El aumento corresponde a la capitalización de aportes irrevocables realizados por el accionista de control.