

mantenimiento de leyes o reglamentos, ni a su inalterabilidad (v. CS, abril 28-992, “L.C.M.I. c/ D.C. A. y otros”; L.L. 13-5-1994).

IV.- Por los argumentos *ut supra* expuestos y si mi opinión es compartida, deberá revocarse la resolución de la C.V. N. recurrida y disponerse la inscripción de la reforma estatutaria de S.A. Garovaglio y Zorraquín dispuesta en la Asamblea Extraordinaria del 8-11-96. Costas a la Comisión Nacional de Valores atento el criterio objetivo de la derrota (art. 68 CPCC). He concluido.

Por análogas razones, los señores jueces de Cámara, doctores Díaz Cordero y Butty adhirieron al voto anterior.

Con lo que terminó este acuerdo que firmaron los señores jueces de Cámara *Ana I. Piaggi, Enrique M. Butty y María L. Gómez Alonso de Díaz Cordero*.

Y VISTOS:

Por los fundamentos del Acuerdo que precede, se resuelve: revocar la decisión administrativa de la Comisión Nacional de Valores de fs. 62/63. Costas a la vencida (art. 68 CPCC). La regulación de honorarios de los profesionales intervinientes se difiere para su oportunidad legal. Dev. *Ana I. Piaggi, María L. Gómez Alonso de Díaz Cordero, Enrique M. Butty*. Es copia del original que corre a fs. ... de los autos de la materia.

Juan M. Ojea
Secretario de Cámara.

CLÁUSULAS LIMITATIVAS A LA TRANSFERENCIA DE ACCIONES. MAYORÍAS PARA INCORPORARLAS AL ESTATUTO

Por Osvaldo Solari Costa

El tema en controversia

El fallo en cuestión analiza un tema de ardua disputa en nuestros anales doctrinarios, cual es el de la necesidad de la unanimidad de los votos dentro de la asamblea que decida incorporar en un estatuto de una sociedad anónima, una cláusula de limitación a la libre transferencia de las acciones.

La Comisión Nacional de Valores deniega la autorización a incorporar en el estatuto de la Sociedad Anónima Garavaglio y Zorraquín, un artículo que obligue a los accionistas que posean una tenencia accionaria superior al 20% del capital social, a no ejercer ciertos derechos políticos correspondientes a las acciones que excedan ese porcentaje, hasta tanto efectúen una oferta pública de venta al resto de los accionistas (OPA).

Para no afectar con esa limitación de voto a quienes ya poseen una tenencia superior al 20%, se los excluyó de la misma.

La cláusula se introduce con la intención de evitar una toma de control hostil por parte de terceros.

La Comisión Nacional de Valores entiende que dicha cláusula de restricción a la transferencia de las acciones, al no haber sido decidida su incorporación al estatuto societario por la totalidad de los accionistas -ya que lo fue por mayoría de ellos-, afecta derechos adquiridos de los mismos.

La Sala B, de la Cámara Comercial de esta ciudad, -con el voto de la Dra. Piaggi, al que adhieren los Dres. Díaz Cordero y Butti- revoca la resolución de la Comisión de Valores y acepta, por tanto, la validez de la cláusula de limitación a la transferencia, introducida en el estatuto de la sociedad por decisión de la mayoría de los socios.

Un dato que merece ser destacado es que la citada disposición de limitación a la transferencia que se introduce, sólo afecta a los accionistas que lleguen a poseer el 20% de las acciones de la sociedad *con posterioridad a la decisión*.

Argumento de la Cámara

La Cámara afirma que la ley de sociedades no incluyó entre los supuestos en los que es necesaria la unanimidad de parecer de los accionistas, al que ahora nos ocupa. Agrega que la ley pide unanimidad para las decisiones asamblearias, sólo en 3 casos: en las asambleas unánimes; en las decisiones cuyo tratamiento no está incluido en el orden del día; y en la reconducción del contrato social con plazo vencido, cuando ya se ha inscripto la designación del liquidador. Especialmente considera que la cláusula de limitación introducida por mayoría *no afecta derechos adquiridos* de los socios que no aprobaron la incorporación de la cláusula, *sino meros derechos en expectativa*.

La vocal preopinante, Dra. Piaggi, entiende que la unanimidad es necesaria para el supuesto de afectación de derechos adquiridos, pero no cuando son derechos en expectativa, como los del presente caso: “si nos referimos a la *actual expectativa* para negociar las acciones, no estaremos refiriéndonos a *derechos adquiridos*”, y agrega: “la preopinante entiende que *no se trata de un derecho consolidado* y por tanto puede alterarse el estatuto social” (por mayoría).

Algunas opiniones

El parecer de los autores es discrepante en cuanto a la posibilidad de introducir las cláusulas limitativas mediante una reforma de estatuto aprobada por mayoría. Halperín expresa que “ateniéndonos a la naturaleza de la negociabilidad y dados los poderes que se reconocen a la asamblea general de accionistas (arts. 235 y 244), opino que este poder existe, mas considero que su legitimidad se limita a las emisiones posteriores a la reforma”⁽¹⁾. Queda dicho que acepta la reforma por mayoría para las nuevas emisiones. En forma similar se expide Benseñor, para quien se requiere que la resolución asamblearia sea unánime, ya que una decisión mayoritaria no podría imponer condiciones a

(1) *Sociedades Anónimas*, Depalma, 1974, págs. 291/2.

la circulación de los títulos, sin contar con el expreso consentimiento del accionista afectado, el cual dispondría de un derecho incorporado en su patrimonio. En todo caso la restricción, así resuelta, solamente comprendería las emisiones posteriores a la reforma”⁽²⁾. Verón y Zunino consideran que “las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones puede resolverse también mediante modificación estatutaria, decidida por una asamblea en las condiciones de quórum y mayorías que estipule la ley”⁽³⁾. Para Zaldívar, Manóvil, Ragazzi y Rovira, las cláusulas deben ser introducidas por unanimidad, ya que entienden que ello modifica derechos adquiridos por los accionistas con anterioridad a la reforma⁽⁴⁾. La Inspección General de Justicia, como organismo de control de las sociedades por acciones de la ciudad de Buenos Aires, acepta que la introducción de cláusulas limitativas a la transferencia de acciones sea realizada por mayoría de los socios, sin requerirse la unanimidad. En cuanto al tipo de cláusulas limitativas que acepta la Inspección, tradicionalmente ha entendido que las cláusulas que requieren conformidad de un órgano (directorio o asamblea), colisionan con el principio de libre transferencia del art. 214 de la L. S. Este criterio no condice con la estructura familiar de la gran mayoría de las anónimas en nuestro medio, ya que se trata de entidades donde el factor predominante es el personal, y no el de los aportes, por lo que las cláusulas de limitación a la transferencia de las acciones deberían ser admitidas con mayor amplitud en las sociedades cerradas⁽⁵⁾. En este orden de ideas, deben aceptarse las cláusulas que -vía la limitación en la cesión de las acciones- impiden el ingreso a la sociedad de personas que no responden a los mismos intereses o profesión de los actuales accionistas, incluso ante el caso de fallecimiento del socio⁽⁶⁾, o las cláusulas de tanteo o de agrado, o las de conformidad del directorio con intervención dirimente de la asamblea ante la negativa del órgano de administración⁽⁷⁾, o la de conformidad de cualquiera de esos órganos⁽⁸⁾. Mucho tendrá que ver en la validez de las citadas cláusulas cómo está

(2) *Oponibilidad sucesoria de las restricciones estatutarias a la transmisibilidad accionaria*, Rev. del Notariado Nº 837, abril- mayo 1994, pág. 342.

(3) Verón, Alberto y Zunino, Jorge, *Reformas al régimen de sociedades comerciales*, Astrea, pág. 367.

(4) *Cuadernos de Derecho Societario*, Abeledo Perrot. T. III, pág. 282.

(5) Conf.: CNCom. Sala C, 31-10-95 Transportes del Tejar S.A. c. Pérez, Manuel, LL 1996-B-369. Eduardo Favier Dubois (h), *Derecho Societario Registral*, Ad Hoc, 1994, pág. 284. Expresa Ngô Bá Thành que en las sociedades anónimas de familia es difícil considerar ilícita y contraria al orden público la prohibición de toda cesión de acciones, pues el elemento personal de la acción supera al capitalista o patrimonial, y el recurrir a tal limitación puede obedecer a finalidades muy legítimas en interés de la sociedad, socios y terceros. “La sociedad anónima familiar ante la ley española de 1951, cit. por Verón y Zunino, en su ob. cit., pág. 364.

(6) CNCom. Sala B, 27-10-93. El Chañar S.A., LL 1994-D-275. Restricción expresamente aceptada por la ley de sociedades anónimas españolas de 1989, en su art. 64.

(7) CNCom. Sala E, 1-9-92. García Isolino c. Transporte del Tejar, LL 1994-B-246.

(8) La ley española condiciona la validez de esta restricción a que los estatutos mencionen las causas que permiten denegar la autorización -art. 63, inc. 3. En cuanto a la redacción de dichas cláusulas, puede verse nuestro trabajo publicado en el fascículo del seminario de la Academia del Notariado de octubre de 1990.

configurada la sociedad, en lo que hace a su mayor o menor grado de personalización.

Derechos del accionista

Tal vez la clave de la respuesta sobre la posibilidad de que la mayoría, con la negativa de la minoría, pueda introducir dichas cláusulas se encuentre en determinar qué tipo de derecho tiene el accionista, en el terreno de la limitación a la transferencia de sus acciones. Dentro de los derechos individuales del accionista -para diferenciarlos de los derechos societarios- se incluyen diferentes temas: conservación de su calidad de accionista; voto en las asambleas; intervención en la administración y gobierno; limitación de la responsabilidad; derecho al dividendo y a la cuota en la liquidación.

Para algunos autores como Pavone La Rosa ⁽⁹⁾, los derechos individuales deben subordinarse al interés colectivo de la sociedad.

Si aceptamos que los derechos individuales no son disponibles por la mayoría ⁽¹⁰⁾, cabe el interrogatorio de si estamos ante un derecho individual -incluso irrenunciable- o no. Algunos autores de prestigio como Halperín ⁽¹¹⁾, incluyen expresamente como uno de los derechos individuales del accionista, al de la negociabilidad de las acciones. Pero dicho derecho no es absoluto pues, por un lado, la misma ley de sociedades faculta a que sea limitado estatutariamente y, por otro lado, si con la introducción de la cláusula se busca mejorar los intereses colectivos de la sociedad anónima, habrá al menos que analizar cuál de los dos valores enfrentados merece mayor protección. Así lo ha enfocado la decisión judicial que se comenta.

Reflexiones finales

Vale la pena remarcar que lo que la ley no permite es la prohibición de transferir las acciones. Tampoco acepta, por tanto, aquellas cláusulas que, bajo la apariencia de ser limitativas, implican de hecho una prohibición. Pero determinar apriorísticamente qué cláusulas son “pseudo limitativas” pero prohibitivas -y por tanto ilegítimas- no es tarea fácil. Debe prevalecer el criterio inicial de que las restricciones se establecen con una finalidad de beneficio societario ⁽¹²⁾, y no como un medio para que ciertos grupos se aprovechen indebidamente de ellas, en perjuicio de otros. Si se demuestra la ilicitud o el abuso para impedir una cesión de acciones, las cláusulas deberán invalidarse. Preestablecer que dichas cláusulas de limitación a la transferencia de acciones deben ser introducidas con la conformidad de todos los accionistas no parece adecuado y, tal vez, menos aún propio del ámbito de actuación de un organismo de control de legalidad societario. La afirmación de que es necesaria dicha

(9) *Rivista delle Società*, 1965, pág. 72.

(10) Halperín, ob. cit., pág. 345.

(11) ob. cit., pág. 348.

(12) Gagliardo, Mariano. *Vigencia de las cláusulas de consentimiento y el artículo 214 de la ley 19550, La Ley 1994-B-248.*

conformidad unánime será válida en la medida que en el caso concreto: a) se afecten derechos adquiridos de los accionistas, en especial los de propiedad e igualdad, y b) que no existan otros valores societarios comprometidos, dignos también de similar tutela.

En el presente fallo, la cláusula que objetó la Comisión Nacional de Valores se refería a una restricción para futuras adquisiciones; por lo que no se debió rechazar que fuera incluida en el estatuto de la sociedad recurrente, tal como lo decidió la sentencia.