

## **LAS ACCIONES DE PARTICIPACIÓN**

**JULIO M. V. ROUGES**

### **PONENCIA**

1. Las acciones de participación no encuadran en la ley 19.550 y son contrarias al sistema por ella diseñado.

2. La autorización reglamentaria de dichas acciones, dadas las características de nuestro mercado de capitales, no fomenta su desarrollo, y desprotege a sus tenedores.

### **INTRODUCCIÓN**

#### **1. CARACTERIZACIÓN DE LAS ACCIONES DE PARTICIPACIÓN**

Mediante resolución N° 208/92, publicada en el Boletín Oficial del 2 de Junio de 1992, la Comisión Nacional de Valores creó una nueva categoría, autorizando la emisión, por parte de las sociedades comprendidas en el régimen de la oferta pública, de las llamadas "acciones de participación". Sustituyó así el art. 14 de las Normas (T.O. en 1987 y sus modificaciones) por un nuevo texto.

Dichos títulos son representativos de una participación en el capital social, pero no otorgan derecho a voto. Sólo acuerdan una teórica e intrascendente "preferencia" patrimonial sobre las acciones ordinarias consistente en una antelación para el reintegro de su valor nominal en el caso de liquidación, pero *"deberán otorgar a sus tenedores derechos económicos en igual proporción a su participación en el*

*capital social*", característica propia de las acciones ordinarias.

La Comisión Nacional de Valores entendió con claridad que se estaba apartando del régimen general de la ley de sociedades, y que aquellos títulos no son acciones preferidas. Por eso afirma en los considerandos de la aludida resolución, que "*la legislación societaria tendiente a la protección de los accionistas minoritarios frente a los eventuales abusos de las mayorías, no siempre constituye un incentivo para la difusión de la propiedad accionaria*". Claramente se quiso crear una categoría de acciones ordinarias sin voto, para evitar que ejerciten el derecho de suscripción preferente, derecho que, por hipótesis, no constituiría un incentivo para la difusión de la propiedad accionaria.<sup>1</sup>

Las acciones preferidas son definidas en el art. 3 las Normas, lo que evidencia que las "acciones de participación" —descriptas en el art. 4— *no son preferidas*. A ello cabe agregar que de los arts. 8 y 9 (2.4.2.2. y 2.4.2.3.) de dichas Normas, surge que —para ser consideradas preferidas por la CNV— la preferencia debe darse en el pago del dividendo, no en una irrelevante prelación —exclusivamente sobre el valor nominal— en el pago del remanente de liquidación.

Pese a la opinión de gran parte de la doctrina<sup>2</sup>, no compartimos que la mera preferencia en el remanente de liquidación, y menos aún

<sup>1</sup> ARTICULO 4°.- Son acciones de participación aquellas representativas de una participación en el capital social, pero carentes de derecho a voto.

Se podrá pedir el ingreso al régimen de la oferta pública para ofrecer exclusivamente "acciones de participación".

Las "acciones de participación" que se emitan deberán reunir, como mínimo, las siguientes condiciones:

- a- Deberán tener una preferencia patrimonial sobre las acciones ordinarias, consistente en una antelación para el reintegro de su valor nominal en el caso de liquidación.
- b- Sin perjuicio de la preferencia prevista en el apartado precedente, las "acciones de participación" deberán otorgar a sus tenedores *derechos económicos en igual proporción a su participación en el capital social*.
- c- Podrán ser rescatadas o convertidas en ordinarias por la emisora de acuerdo con los términos de sus respectivas condiciones de emisión.
- d- En el caso de conversión a acciones ordinarias, la autorización de oferta pública otorgada a las "acciones de participación" se extenderá a las acciones con derecho a voto que se emitan como consecuencia de la conversión. En este último caso, de no haberse otorgado autorización de oferta pública a las acciones con derecho a voto ya existentes, la sociedad emisora deberá obtenerla con anterioridad a la conversión.
- e- El retiro voluntario del régimen de la oferta pública por parte de la emisora, deberá contar con la aprobación de una asamblea especial de los tenedores de las "acciones de participación", en los términos del artículo 250 de la Ley N° 19.550. Los accionistas disconformes con la decisión tendrán los derechos previstos en el artículo 245 de la Ley de Sociedades Comerciales. También tendrán esos derechos en los casos de desistimiento, denegatoria o cancelación de la oferta pública o cotización.

<sup>2</sup> SASOT BETES-SASOT, "*Sociedades Anónimas. Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables*", Ed. Abaco, 1985, págs. 92, 95; MARIANO GAGLIARDO, "*Sociedades Anónimas*", Ed. Abeledo-Perrot, 1990, págs. 108, 119, etc.

sobre su valor nominal, careciendo de voto, las convierta en acciones preferidas, por las siguientes razones:

1) Las acciones tienen derecho de voto durante el tiempo en que la sociedad no haga efectivos *“los beneficios que constituyen su preferencia”* (art. 217, segundo párrafo). Es decir que la preferencia está constituida por beneficios.

Adviértase que la ley utiliza el modo indicativo (“constituyen”), no el subjuntivo (“constituyan”), lo que da a entender que no es una mera posibilidad reservada al estatuto que la preferencia consista en una prelación en la percepción de los beneficios, sino una condición para que la acción se repute preferida.

2) La mera prioridad para el recupero del valor nominal en el remanente de liquidación –en un país que ha soportado inflaciones que redujeron a porcentajes irrisorios de su valor real a los valores nominales- convierte a la acción supuestamente preferida, a todos los fines prácticos, en una acción ordinaria, pues no tendrá derecho de voto para la adopción de las principales decisiones sociales, aunque la sociedad jamás distribuya dividendos.

De esta forma, se viola la norma del art. 216 en su espíritu: ciertas acciones en el fondo ordinarias, carecen de voto. Y la calificación como tal, no depende de estatutos o reglamentaciones más o menos ingeniosos, sino de la realidad económica: una acción con ese tipo de supuesta preferencia carecerá de todo atractivo adicional para los inversores.

3) La función económica de la acción preferida es “comprar” seguridad en el dividendo –a condición de que existan utilidades suficientes- pagando por aquella certeza la privación del derecho de voto. Los titulares de esta clase de acciones renuncian a participar en las decisiones sociales, mientras su dividendo preferente sea respetado. Sin llegar a ser acreedores, se trata de accionistas con un “status” especial<sup>3</sup>.

No son aceptables las interpretaciones que desvirtúan y tornan inoperantes las normas en juego<sup>4</sup>. E interpretar que es acción preferida la que no confiere en la práctica ninguna preferencia, y a la vez –por ser preferida- carece en principio del derecho de suscripción preferente (art. 194), entraña desvirtuar la mens legis y la función económica de aquélla.

4) Por otra parte, la emisora puede disponer el retiro voluntario del régimen de la oferta pública, para lo cual debe contar con la apro-

<sup>3</sup> Héctor ALEGRÍA, “¿El titular de acciones preferidas sin derecho a voto y rescatables, es accionista?”, *La Ley*, 1981-D, pág. 824.

<sup>4</sup> Fallos, 301:865; 278:35 y sus citas; 294:363; 301:108; 304:289, etc.

bación de una asamblea especial de los tenedores de acciones de participación, y los accionistas disconformes con la decisión sólo tienen derecho de receso; también les asiste ese derecho en los casos de desistimiento, denegatoria o cancelación de la oferta pública o cotización (punto 2.1.2.3. de las Normas). Si fueran realmente acciones preferidas, la suspensión o retiro de la cotización otorgaría a sus titulares, en forma individual, derecho de voto en las asambleas generales (art. 217 in fine), lo que no ocurre con las acciones de participación: la voluntad de sus tenedores sólo puede expresarse en una asamblea especial de la clase, pero no pueden votar en la asamblea general.

Como en la legislación societaria no existe un “*tertium genus*” entre las acciones ordinarias y las preferidas, y las “acciones de participación” *no son preferidas*, debemos concluir forzosamente que se han autorizado —como lo dijimos— acciones ordinarias sin voto, en violación a lo dispuesto por el art. 216. Y la transgresión es doble:

- a) porque cada acción ordinaria debe dar derecho, al menos, a un voto y;
- b) porque no pueden emitirse acciones de voto privilegiado después que la sociedad haya sido autorizada a hacer oferta pública de sus acciones (art. 216, 2º párrafo).

Pues bien: las acciones de participación son emitidas precisamente por sociedades anónimas comprendidas en el régimen de oferta pública, e inclusive, las sociedades por acciones podrán pedir su ingreso al régimen de la oferta pública para ofrecer *exclusivamente* dichas acciones (cf. Resolución Nº 208). Al coexistir acciones ordinarias con voto, y acciones sin voto las primeras se convierten automáticamente en “acciones de voto privilegiado”. La razón 5 votos/1 voto —máxima desigualdad admisible— es siempre más baja que 1 voto/0 votos, pues cuando el denominador tiende a cero, el cociente es infinito. O para decirlo en otras palabras, los “privilegios” en el voto de los titulares de acciones ordinarias son mayores, respecto de los que poseen “acciones de participación”, que los que pueden tener las acciones de voto plural, respecto de las de voto simple.

Como el concepto de “privilegio” es siempre comparativo, debemos concluir que las acciones *ordinarias* con un voto, se tornan *privilegiadas* en relación a las que carecen de aquél.

La intención inequívoca del autor de la norma fue preservar las situaciones de control del paquete accionario, evitando su traspaso a terceros ajenos a la familia o grupo controlantes.<sup>5</sup> *Exactamente lo*

<sup>5</sup> De los fundamentos de la resolución, surge que la C.N.V. consideró que la protección de las minorías frente a los abusos de la mayoría era un estorbo para la difusión de la propiedad ac-

***mismo que las acciones de voto privilegiado.***

Y si el legislador, bien o mal, pero en forma inequívoca, dispuso que no pueden emitirse acciones de voto privilegiado después que la sociedad haya sido autorizada a hacer oferta pública de sus acciones (art. 216, L.S.C. y su antecesor, art. 9 de la Ley 19.060), nos parece desvirtuar la mens legis autorizar la emisión de las llamadas acciones de participación, pues en tal caso las acciones ordinarias resultan de voto privilegiado frente a aquéllas.

Se dirá que la privación del voto es una consecuencia de su carácter de acciones preferidas, pero ¿qué clase de preferencia es, para acciones que cotizan en bolsa, tener una prelación sobre el valor nominal en caso de liquidación, supuesto en el que dejarán de cotizar? A todos los fines prácticos, se trata de una acción que no tiene ninguna de las ventajas de las acciones ordinarias, ni de las acciones preferidas:

- \* Al no ser acción ordinaria, carecerá de voto y por ello de toda posibilidad de injerencia en las decisiones sociales. Tampoco dispondría del derecho de suscripción preferente (art. 194, L.S.C.). Inclusive, algún autor le ha negado derecho de voto en la asamblea extraordinaria aun para decidir sobre alguna de las materias comprendidas en el cuarto párrafo del art. 244<sup>6</sup> sin perjuicio de la aprobación o ratificación por una asamblea de la clase, cuando la decisión afecte sus derechos (art. 250), en particular, para el caso de que la asamblea general se proponga el retiro voluntario del régimen de la oferta pública (NORMAS, punto 2.1.2.1.3., inciso e).
- \* Al no tener preferencia en el dividendo, no podrá votar en caso de que la sociedad no distribuya jamás dividendos, a diferencia de los titulares de acciones preferidas, que recuperan el voto en caso de mora de la sociedad en hacer efectivos los beneficios que constituyen su preferencia (art. 217, L.S.C.).
- \* Tampoco tiene derecho de voto en la asamblea general en caso de que se suspendiere o retirare su cotización bursátil –lo que sí ocurre con las acciones preferidas (art. 217 in fine)- circunstancia que descarta que pueda asignarse a las acciones de participación tal naturaleza. Únicamente les asiste el derecho de receso.

---

cionaria, lo cual –al margen de ser una falacia desde el punto de vista económico- significa que se quiso preservar el control de la sociedad por el grupo controlante de la emisora.

<sup>6</sup> Leonardo FERNÁNDEZ, "Las acciones de participación", *La Ley*, 18 de Diciembre de 1.995, pág. 2).

Se trata, en suma, de un injerto intróducido por una norma de rango inferior, contrario a la ley de sociedades comerciales y por ello inconstitucional (art. 31 de la Ley Fundamental).

Si los funcionarios de la CNV que dictaron la resolución n° 208 pensaban que aquella legislación comporta un estorbo para la ampliación del mercado de capitales (pensamos absolutamente lo contrario) lo que correspondía hacer era asesorar al Poder Ejecutivo Nacional para que remita un proyecto de ley al Congreso propiciando su modificación, pero no arrogarse el papel de legisladores.

La realidad es que las acciones de participación no se han impuesto en el mercado, o –lo que sería más grave- se emiten sin que el público inversor conozca acabadamente qué está adquiriendo. Ninguna de las publicaciones de difusión masiva contiene información diferenciada sobre las acciones de participación que se negocian en plaza.

Si bien estamos de acuerdo en términos generales con las normas desregulatorias y la supresión de las restricciones a la libre contratación, el mercado de valores presenta características especiales que justifican cierta intervención estatal:

- \* Resulta muy difícil para los adquirentes de acciones conocer con exactitud sus derechos en cuanto socios minoritarios. La información –particularmente para los inversores de otra jurisdicción territorial- sobre los estatutos, las acciones emitidas y los derechos que confieren es de difícil acceso, y en términos de costos, puede ser muy onerosa en relación al monto de la inversión.
- \* La insuficiente información de los inversores puede inducirlos a error respecto de las características de los títulos que están adquiriendo. Y esta desinformación no se limita a personas de escasa cultura o experiencia inversora. Para verificarlo, basta indagar entre personas vinculadas a medios financieros, pero sin un especial conocimiento de las regulaciones en materia de títulos valores y de la operatoria bursátil, qué son las acciones de participación, cuáles sociedades cotizantes en bolsa las emiten, y cómo puede seguirse la evolución de sus cotizaciones. La inmensa mayoría no sabrá contestar. Es más: no hemos podido acceder a esa información leyendo ningún periódico de difusión masiva, ni siquiera los especializados en el ámbito financiero o bursátil.

Siendo así, la autorización reglamentaria de las acciones de participación, además de ser contraria a la ley de sociedades comerciales, genera un factor adicional de desprotección de las minorías, que no fomenta la inversión en el mercado de capitales.