

EL INTERÉS SOCIAL UN CONCEPTO CAMBIANTE EN LA SOCIEDAD ABIERTA QUE AFECTA AL DEBER DE LEALTAD DE LOS ADMINISTRADORES

ALFREDO L. ROVIRA

1. INTRODUCCIÓN

Mucho se ha escrito sobre el interés social en la doctrina societaria. Por lo general, un concepto que en su acepción simple y directa parece denotar nada más y nada menos que el interés de la sociedad ha despertado intensas polémicas al punto que nuestra jurisprudencia capitalina ha catalogado al interés social como un concepto “difícil” de definir (enfaticando la disyuntiva interés de la mayoría versus interés de todos los accionistas)¹.

El interés social ha sido, sin duda uno de los principios orientadores de la normativa societaria en nuestro derecho, particularmente a

¹ En el recordado fallo del Dr. Alberti en “Abrech, Pablo A. y otros c. Cacique Camping S.A. s/ sumario”, CNCom., Sala D, 1-3-96. ED T. 168, pág. 546. Se recordó que la delimitación de lo que debe entenderse por “interés social” es cuestión “por demás imprecisa y cada asambleista disidente clamaría artificiosamente que la resolución adoptada afectase lo comprendido por esa nebulosa noción” (aludiendo a ella como causal de impugnación de nulidad no comprendida por el plazo del art. 251 de la LSC).

partir de la sanción de la Ley 19.550. Así la doctrina ha sido conteste en contraponer el interés social al interés de los socios y al interés de los terceros. En línea con lo que antecede también se ha establecido un orden de prelación en tales intereses, particularmente en caso de conflicto entre el interés social y el interés de los socios. Como regla general, se ha dicho que en la punta de la pirámide jerárquica se encuentra el interés social, al cual debe subordinarse el interés egoísta y particular de los socios. El interés social ha podido decirse que, por lo general, es coincidente con el interés de la mayoría de los socios aunque no necesariamente puede ser afín a todos los socios.

Respecto del interés de los terceros, por lo general, no debería entrar en conflicto con el interés social ni con el particular de los socios. El interés de los terceros se desenvuelve en el ámbito de la seguridad jurídica que la ley societaria pretende instaurar a partir de un enfoque estrictamente normativo en donde a partir de principios tales como los de tipicidad, estructura orgánica, la apariencia, la publicidad registral, etc. se pretende poner a los terceros que contratan con la sociedad al margen de los eventuales incumplimientos al sistema societario en que podrían incurrir los socios y administradores societarios.

Empero la distinción entre el interés social y el interés de los socios ha cambiado de perfil y genera nuevas controversias cuando tales intereses entran en conflicto en el marco de la sociedad abierta o pública. Es que el interés social no necesariamente coincide con el interés de todos los accionistas.

En nuestro derecho el reciente Decreto 677/01 que regula el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, en su exposición de motivos, define al interés social como “el interés común de todos los accionistas”. A su vez, el Art. 8 inc. a) I) le impone a los directores, administradores y fiscalizadores de las emisoras el deber de...”hacer prevalecer, sin excepción, **el interés social de la emisora** en que ejercen su función y **el interés común de todos sus socios por sobre cualquier otro interés**, incluso el interés del o de los controlantes”. Así se avanza sobre la doctrina tradicional que, sin desconocer la dificultad de precisar este concepto, concebía al interés social como el interés de la mayoría.

2. EL INTERÉS SOCIAL SE DISTORSIONA CON EL PODER DEL CONTROL

En el derecho moderno, con la aparición del fenómeno de los grupos de sociedades, surge la necesidad de distinguir al interés grupal

del interés social. De allí se deriva la necesidad de diferenciar al interés de la mayoría o del controlante o del grupo de control respecto del interés de todos los accionistas. En suma, se percibe por fin que el interés social no es necesariamente idéntico al interés del controlante.

Mientras el interés social debe ser aquel que sea el de **todos** los accionistas, se advierte la posibilidad de que tal interés no coincida con el interés del grupo de control.

3. EN LA SOCIEDAD ABIERTA LA PRIMA DE CONTROL NO ES PATRIMONIO EXCLUSIVO DEL CONTROLANTE

En el moderno derecho societario se ha afianzado la premisa de que el accionista (o grupo de accionistas) de control, que recurre al mercado de capitales para beneficiarse con financiación genuina y más barata, debe necesariamente estar dispuesto a soportar la carga que ello implica². De tal modo la sociedad abierta debe tener presente que en tanto se vale del mercado para financiarse le debe un trato fiel, transparente y honesto. En otras palabras, cuando el accionista de control lleva a la sociedad que controla al mercado debe estar dispuesto a asumir una obligación y compromiso frente a los inversores en general, que la doctrina ha sintetizado en el principio de paridad de trato a todos los accionistas.

Así, se concluye que la prima de control no es patrimonio del controlante sino del mercado y, por ello, su valor debe participarse entre todos los accionistas. Es el fundamento del mecanismo de Ofertas Públicas de Adquisición obligatoria que se legisla en nuestro derecho en el Decreto 677/01, inspirado en términos generales en la 13 Directiva de la Unión Europea y más particularmente en el modelo español.³

² Concepto del Prof. Alberto Alonso Ureba vertido en su disertación en la Jornada de Análisis sobre los Modelos Regulatorios de la Oferta Pública de Adquisición organizada por la Secretaría de Finanzas- Ministerio de Economía en el auditorio de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires el 15 de Marzo de 2001 sostuvo que "ir al mercado altera el tradicional juego del valor de la mayoría", para luego agregar que "hablar del control como propiedad (del controlante) es cerrar los ojos a la funcionalidad del derecho de propiedad cuando libremente se somete al mercado, es una visión absurda".

³ El sistema de OPA obligatorio que se ha impuesto en España, Francia, Italia, Portugal, Reino Unido y otros países europeos no rige en los EEUU. En el sistema americano, se sigue el procedimiento del "tender offer" voluntario. En nuestra opinión la diferencia radica en la estructura del mercado de capitales de uno y otro sistema. Mientras en Europa el mercado de capitales no ha alcanzado el desarrollo del mercado de capitales americano, en los EEUU el vigor y relevancia de las fuerzas del mercado hacen que las "tender offer" surjan como una natural reacción de los inversores que desean asumir el control, para aliarse de una manera interesada con los inversores y destronar al grupo administrador o gerencial, por lo general impuesto por

4. EL DEBER DE LEALTAD DE LOS ADMINISTRADORES Y EL CONCEPTO DE “CREAR VALOR” PARA TODOS LOS ACCIONISTAS

El Régimen de Transparencia de la Oferta Pública destaca en su exposición de motivos que los administradores deben ejercer su deber de lealtad y diligencia no solamente ejerciendo (permítaseme la redundancia) con diligencia y en forma leal sus deberes de administración, sino actuando de forma de “crear valor” para la sociedad para beneficio de todos los accionistas.

El concepto de “crear valor” y la relación entre el interés social fue desarrollado por la jurisprudencia americana para juzgar el deber de lealtad de los administradores a partir del caso Revlon⁴ sentado por el Superior Tribunal de Delaware.

Por lo general los tribunales de Delaware han seguido el llamado criterio del juicio del hombre de negocios (“*business judgment*”) reconocido por nuestra legislación en el Art. 59 para juzgar la diligencia de la conducta de los administradores societarios. La regla genérica que se sigue en el derecho americano es que corresponde estar al juicio del hombre de negocios y no del Tribunal cuando se juzga respecto de la bondad de su gestión y los resultados para la empresa.

Sin embargo, cuando se trató de analizar la conducta de los administradores en circunstancias de un “cambio de control” provocado por una oferta pública enderezada a tomar el control de la compañía, los tribunales concluyeron que el criterio de análisis debe ser más estricto (o sea que el juicio sobre si era bueno o malo para la compañía el cambio de control, en función de los planes que ofrecía quien pretendía tomar el control no debía hacerse en función del bien o mal de la empresa) Cuando se trató de analizar el standard del “fiduciary duty” (deber de lealtad) el análisis no debía hacerse en función del interés de la empresa (“*the furtherance of the corporate enterprise*”⁵) ya

un grupo de control que no detenta un control absoluto sino meramente relativo.

⁴ Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A2d 173 (Delaware 1986).

⁵ La Corte Suprema de Delaware analizando hasta donde debe el tribunal interferir en una decisión adoptada por el directorio de la sociedad para juzgar su validez o no llegó a sostener: “At most, therefore, we find ourselves in the twilight zone where reasonable businessmen, fully informed, might differ. We think therefore, we are precluded from substituting our uninformed opinion for that of experienced business managers of a corporation who have no personal interest in the outcome, and whose sole interest is the furtherance of the corporate enterprise”. Beard v. Elster, 160 A.2d 731, 738-739 (Delaware, 1960). Como se advertirá es el criterio sentado por nuestros tribunales al fijar la doctrina que el juicio de mérito de los actos societarios como puede ser el caso de un aumento de capital queda librado a los socios, no estando los tribunales autorizados a entrometerse en análisis o juicios de negocios que exce-

que éste debía ceder a fin de determinar si al resistir una oferta de compra del control se actuó de forma de dar prevalencia al valor de los accionistas, o sea maximizando el precio de sus acciones), aún cuando ello pudiera derivar en aceptar una gestión que luego significara resultados negativos para la empresa.

Tres casos muy discutidos por la doctrina estadounidense replantearon la cuestión más precisamente al analizar la legitimidad de cláusulas denominadas de "exclusión del deber de lealtad" ("*fiduciary out provisions*") consistentes en acordar exclusividad ("*no shop*" y "*no talk*") con la contraparte en la fusión, cláusulas penales por revocación del acuerdo de fusión y comprometerse a vender al adquirente un cierto número de acciones en caso de fracasar la fusión.⁶ Cada uno de los precedentes citados en la nota al pie analizaron en qué medida los directores de una sociedad de Delaware, en cumplimiento de sus deberes de lealtad ("*fiduciary duties*"), podrían aprobar compromisos de fusión restringiendo la posibilidad de que la sociedad contraparte de la fusión pueda negociar con terceros la obtención de una oferta mejor.

Para mejor entender el contexto de tales casos debe saberse que conforme la Ley de Sociedades de Delaware se requiere que un compromiso de fusión, al igual que en nuestro derecho, sea aprobado por el directorio y la asamblea de accionistas. La fusión es uno de los procedimientos generalmente utilizados para adquirir el control de una compañía por otra. Como consecuencia de este procedimiento, los pretendidos incorporantes o adquirentes por vía de fusión están expuestos al riesgo que en el interín de la resolución directorial y hecha pública la fusión pre-acordada, hasta que se obtenga la aprobación asamblearia, aparezca un tercer interesado en la sociedad "objetivo" ("*target*") en la fusión. Ese interregno puede durar un lapso prolongado particularmente en razón de tener que obtener la conformidad de la autoridad de control de la oferta pública, conocida bajo la sigla SEC ("*Security and Exchange Commission*"). Ante tamaño riesgo es natu-

dan lo estrictamente jurídico. (Pereda c. Pampagro, CNCom. Sala D, 22-8-89, DE, T. 136 p. 387). Como se recordará, el tema ya ha generado debate aún no definitivamente cerrado en nuestra doctrina. A ese fin pueden verse las Ponencias presentadas en el Congreso de Sociedades de Huerta Grande, 1992, T. II, ponencias de V. Zamenfeld, D. Vítolo y de D.M Crespo y G.V. Gastelu, todas ellas críticas del criterio del fallo de la Sala D enfrentadas por la ponencia de García Cuerva, H.M en el Congreso Argentino de Derecho Comercial de Buenos Aires, de 1990 "El aumento de capital como cuestión no justiciable", posición ésta a la que adhiero.

⁶ Ace Limited v. Capital Re Corporation, Delaware Court of Chancery, N° 17488, Strine, V.C. oct. 28, 1999; Re IXC Communications, Inc., Delaware Court of Chancery, N° 17334, Steele, V.C., 27-10-99 y Phelps Dodge Corporation v. Cyprus Amax Minerals Company, Delaware Court of Chancery, N° 17.398, Chandler, C., 27-9-99.

ral que el adquirente pretenda negociar la inclusión en el compromiso de fusión de cláusulas penales para el caso de revocación de la fusión por aparición de otro interesado, a la postre preferido. Del mismo modo se suelen incluir las denominadas cláusulas de exclusividad “*no shop*”, o sea que inhiben a la sociedad objetivo a salir a buscar otros interesados en mejorar oferta o “*no talk*”, esto es las que prohíben escuchar ofertas que pudieran recibirse con posterioridad.

Como dijimos más arriba, los tribunales de Delaware, como regla general, siguieron el criterio del hombre de negocios, o sea, se abstuvieron de juzgar la conducta que los directores, como personas profesionales actuando con diligencia seguían al negociar tales contratos y el tribunal entendió que la bondad o no de tales contratos no era una cuestión en la que los tribunales debían entrometerse. Sin embargo, aplicando la doctrina del caso Revlon, el Superior Tribunal de Delaware en el caso Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.⁷ concluyó que el directorio había violado su deber de lealtad al suscribir un convenio de fusión que incluyó una cláusula de exclusividad de trato (“*no shop provision*”), una penalidad importante en caso de que se rescindiera el convenio además de darle la opción de comprar el 19.9% de las acciones de la sociedad para el caso de que los accionistas decidieran no seguir adelante con la fusión y concluyó que tales cláusulas no eran vinculantes (“*enforceable*”). El tribunal concluyó que el directorio, al incluir esas cláusulas en lo que nosotros calificaríamos como el “compromiso previo de fusión”, condicionó a sus accionistas violando su deber de lealtad para con ellos (les cercenó la capacidad de discernir libremente la conveniencia o no de la fusión) y por tanto concluyó que tales cláusulas no podían ser ejecutadas por QVC contra Paramount.⁸ Por otra parte, en el caso Phelps Dodge, el Tribunal señaló que las cláusulas de exclusividad implicaban una violación del deber de lealtad porque implicaban una renuncia al deber de informarse al que estaban sujetos los directores de una compañía pública y por tanto dichas cláusulas implicaban precluir el deber del directorio de actuar con la diligencia debida (al no poder sopesar la existencia de otros interesados en el mercado).

Se pueden sacar varias conclusiones de esta corriente jurisprudencial:

⁷ Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34 (Delaware, 1994).

⁸ El tribunal superior de Delaware hizo excepción a la doctrina del caso Revlon cuando la fusión implicaba para los accionistas de la sociedad “target” recibir acciones de la adquirente, que, a su vez, no estaba sujeta al control de un accionista o grupo de accionistas, ya que entonces entendió que no había traspaso de control (y por tanto no había una cuestión de traspaso de prima de control).

- a) nos reactualiza la cuestión de la sanción que corresponde dar a los actos realizados en violación de la ley: en nuestro derecho, no obstante lo disposición del Art. 59 de la LSC, los actos llevados a cabo en violación del deber de actuar con diligencia no pueden ser sustento para demandar cumplimiento y por ende sanciones por incumplimiento. Dicho de otro modo, una cláusula contractual que configure una clara violación a la obligación de conducta impuesta por la ley no puede ser fundamento de sentencia condenatoria al cumplimiento si el director, advertido de su error se niega a cumplirla. Mucho más si nuevos directores reveen el acuerdo arribado por los predecesores en el órgano de administración. En esta línea se encuentra la adecuada interpretación de la norma societaria en armonía con los principios básicos que gobiernan la validez e invalidez de los actos jurídicos con que nos ilustra el Código Civil.⁹ Cabría una acción de nulidad del acto planteada por aquellos legitimados a pedir la nulidad de un acto social (Arts. 251, 274, 280, 294 inc. 9), 298 LSC), todo sin perjuicio de las acciones de responsabilidad que pueden extenderse no sólo a los directores que actuaron ejerciendo la función de representación social sino también a los demás integrantes del directorio como también a los integrantes del órgano de fiscalización por falta de control de los actos ejecutados.¹⁰
- b) el concepto de interés comprometido deja de ser “estrictamente el social”, entendido como el interés empresario¹¹. El Art. 8 del Decreto 677/01 nos marca un punto de inflexión en los standards de juzgamiento del cumplimiento de los deberes de los directores, o sea su diligencia y lealtad para con todos los accionistas. Mientras no exista la posibilidad de que aparezca alguien que pueda mejorar la oferta, el interés empresario se superpone con el interés de todos los accionistas, pero en cuanto aparezca alguien con interés de mejorar el precio, competir para levantar el valor de las acciones a adquirir, el interés empresario (el de la “empresa” como con buen criterio precisa el tribunal de Delaware) queda a un lado y el directorio no puede posponer el interés particular de todos los ac-

⁹ Cfme: OTAEGUI, J. C., “Invalidez de actos societarios”, Editorial Ábaco de Rodolfo de Palma, N° 152 particularmente págs. 426 y 427.

¹⁰ Véase el interesante y elaborado discurso de esta cuestión que trae García Tejera, N.J. en el capítulo “Deberes de conducta de los directores de la S.A.” en la obra en homenaje del Prof. Carlos S. Odriozola, “El Directorio de la Sociedad Anónima”, pág. 28 y ss. Editorial Ad-Hoc, Bs. As., 1999.

¹¹ OTAEGUI, J. C., “Invalidez de actos societarios”, Editorial Abaco de Rodolfo de Palma, Buenos Aires, 1978, pág. 81.

- cionistas a recibir el mayor y mejor precio por sus acciones.
- c) Sin duda, en esta materia, como en otras, el Decreto 677/01 plantea la urgente necesidad de revisar los principios básicos del derecho societario argentino tal como se elaboraron a partir de la ley de sociedades ya que el administrador societario no cambia su naturaleza por el mero hecho que la sociedad sea pública o cerrada.