

## LAS ACCIONES SIN VOTO O DE PARTICIPACION CUESTIONES FUNDAMENTALES

*Héctor Alegría*

1.- Una concepción evolutiva del derecho de sociedades anónimas, que recoja el derecho vivo, las influencias del contexto normativo revitalizado y de la realidad que cambia, exige abrir la interpretación a las nuevas fronteras institucionales, instrumentales y operativas de esas sociedades.

2.- Desde antiguo se reconoce la actuación de por lo menos dos grupos diferenciales de accionistas: los "de control" y los "de ahorro" (llamados ambos de diversas maneras). Nuestro derecho no había recogido todas las alternativas de esa distinción.

3.- En nuestro país, las acciones "sin voto" tenían larga raigambre a través de la figura de las acciones preferidas. Las acciones "sin voto" y sin preferencia patrimonial existen en algunos países, y su utilización como instrumento bursátil es relativamente reciente.

4.- La Res. Gen. 208 de la CNV es constitucional, en tanto obra del marco del derecho real y en una interpretación abarcadora, que permite ingresar la libertad de creación al campo de los títulos de riesgo.

5.- Las acciones "sin voto" o de participación, permitirán atender a distintas finalidades: principalmente, a mantener esquemas de control o de poder societario y, contemporáneamente, a abrir el capital de empresas al público. Esta modalidad puede beneficiar a la mediana empresa y a empresas de familia.

6.- Las acciones de participación o sin voto son verdaderas acciones y su finalidad no es reducible a su tipificación como "bono".

## I- INTRODUCCION . EL MARCO: LA SOCIEDAD ANONIMA EVOLUTIVA Y EL DERECHO

1.- Aunque pueda parecer fuera del tema, en lo concreto, es menester algunas reflexiones sobre el carácter evolutivo del derecho, y en especial el de la sociedad anónima.

Para recordar a Carbonnier<sup>(1)</sup>, transcribimos parte de sus primeras palabras en su ya conocida obra "Derecho Flexible":

"Es necesaria entonces una clasificación de estas hipótesis. Unas se sitúan en el tiempo y tratan de aprehender el derecho en su movimiento histórico ("histórico" en el sentido amplio del término, que puede también comprender la prehistoria del derecho). Se trata de darse cuenta de la evolución del derecho. Son hipótesis de evolución o incluso la *hipótesis de la evolución* por antonomasia. Otras consideran el derecho en su situación presente, en reposo, en situación estática, para tratar de aprehender su estructura, que ya no su esencia. Son hipótesis de *estructura* (aunque sin referencia al estructuralismo)", agregando después: "En todo tiempo, la mas superficial observación de los hechos ha suscitado a los hombres el sentimiento de que el derecho es algo variable, tanto en el tiempo como en el espacio<sup>(2)</sup>.

La interinfluencia entre las variaciones del derecho y las de la realidad sustante, muestran las relaciones entre uno y otra. Dejando la diferencia entre evolución y revolución, podemos afirmar que por influjo de los tiempos, las instituciones jurídicas se van adaptando, muchas veces sin variar necesariamente los textos legales por los que se manifiestan<sup>(3)</sup>. Tampoco las mutaciones efectuales obligan a instaurar figuras jurídicas nuevas a cada paso. Cierta inercia institucional lleva a adaptar las instituciones mismas: elementos que se presumían esenciales dejan de serlo y amenguan su importancia; aparecen otros con más fuerza; se centra el instituto en otro principio. De esta manera quien analice históricamente la institución la verá transformada hasta sus esencias, pero la comunidad la reconocerá como la misma, adecuada a su tiempo<sup>(4)</sup>.

1.- CARBONNIER, Jean "Derecho Flexible", trad. de Luis Díez Picazo, Tecnos, Madrid, 1974 (trad. de la segunda edición francesa).

2.- Op. cit. nota 1 páginas 15 y 16

3.- Recuérdese el famoso discurso de Ballot-Beaupré, Presidente de la Corte de Casación, al celebrar el primer centenario del Código Civil Francés (vi. Ripert Boulanger "Tratado de derecho civil" según el tratado de Planiol, trad. Delia García Daireaux, supervisión de JJ, Llambías, ed. La Ley, Bs.As., Tomo I, 1963, pag.267 y siguientes.

4.- Son nuestros títulos de crédito los mismos frente al fenómeno de la computación y la informática? Sin embargo, no han cambiado significativamente los textos de base (Vid. nuestro trabajo "La desmaterialización de los títulos de crédito", RDCO Buenos Aires, también reproducido en otras

Rathenau, mencionado permanentemente en esta clase de temas, elaboró la teoría de la "sustitución del contenido", que puede ubicarse en el extremo de la explicación del fenómeno que estamos describiendo. En efecto, sostenía que las instituciones humanas van cambiando, se envejecen y conservan su misma denominación y algunas de sus características. Sin embargo, el tiempo y su uso práctico han incidido en variar algunas de sus premisas, sus fines y hasta sus "naturalezas y esencias" (5).

Por su lado, Garrigues, en recordada obra (6) comienza señalando que hay que reconocer "que el derecho de sociedades mercantiles, el subsuelo económico está más cerca de la superficie que en ningún otro sector jurídico". Agrega después de repasar la estructura del derecho de la sociedad anónima de la preguerra mundial, "Y sin embargo, hace ya mucho tiempo que los hechos no se corresponden con las palabras de la ley. Las palabras siguen siendo las mismas, pero por bajo de ellas y quizá con ayuda de los fallos de los tribunales y de los usos mercantiles, va la corriente de los nuevos hechos minando su construcción legal", continuando, para lo que nos interesa directamente: "En la práctica el principio democrático de la proporcionalidad entre la aportación de capital y los derechos de la sociedad se iba sustituyendo por un régimen de desigualdad, que comienza en los derechos patrimoniales mediante la creación de acciones de voto múltiple. Este divorcio entre la esfera del ser (hechos) y la esfera del *deber ser* (derecho) es tan grande que el ilustre financiero y político alemán Walter Rathenau en un folleto publicado en 1922 sobre la naturaleza de la sociedad anónima, que tuvo enorme repercusión entre los especialistas, contraponía los términos *Aktienrecht* y *Aktienwesen*, es decir, derecho y realidad de la sociedad anónima" (7).

En suma y como conclusión de esta introducción: apreciar el derecho vivo de la sociedad anónima, que se inserta dentro de un contexto legislativo general y de evolución de la economía toda. Con esos nuevos parámetros debemos reelaborar premisas conceptuales de aquello que realmente está en la estructura *actual* del instituto a interpretar la ley (dato necesario del pasado), conforme con estas nuevas realidades. Este análisis seguramente reducirá la importancia relativa de algunos "principios" que se estimaban fundantes, para advertir que el sistema puede

revista y volúmenes.

5.- Rathenau, Walter "La realtà della società per azione. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari", en Rivista della Società, 1960, pag. 918.

6.- La doctrina menciona una antigua obra de Rathenau, "Von Aktienswesen", Berlín, 1922, vid. Garrigues, J. "Hacia un nuevo derecho mercantil", Tecnos, Madrid, 1971, pag. 71, nota 1

7.- Cit. en nota anterior, pag. 20, González Correas, Tristán, en interesante artículo, en "Ambito Financiero" del 21.7.92, desarrolla una opinión en cierta medida coincidente: el "paquete" de normas actuales de la CNV, se centra en el "inversor" antes que en el "socio-accionista".

subsistir perfectamente sin ellos, o con ellos en una función más mediata, y puede colorear otras áreas para asentar ahí nuevas soluciones que hagan rendir nuevos frutos, reverdeciendo las potencialidades contenidas en la ley.

## II - LAS CLASES DE ACCIONISTAS Y SU DIVERSA POSICION Y DERECHOS.

El criterio "democrático" de la sociedad anónima, seguramente creado en una época por influjo de teorías políticas en boga, suponía que a cada acción debía corresponder un voto, tal como aún lo declaran algunas legislaciones. Bien pronto se advirtió que eso no era verdaderamente "democracia" sino más bien "plutocracia", en tanto quiénes más capital tenían más poder de voto obtenían <sup>(8)</sup>.

Este criterio cayó rápidamente y motivó que el derecho de voto fuera concebido como esencial, pero no por sentido democrático sino como una mejor manera funcional de estructurar la sociedad <sup>(9)</sup>.

Sin embargo, la realidad fue mostrando (desde muy antiguo) <sup>(10)</sup> que por más que existiera proporcionalidad entre el voto y el capital, nacían diferencias entre accionistas y entre éstos y directivos sociales.

Por un lado, se descubrían los accionistas "de control", "de mando" "empresario", etc., y los accionistas "inversores", "ahorradores", "ocasionales", "especulativos" y a los que se ha llegado a llamar hasta "nómades" o "jugadores" <sup>(11)</sup>. Esta distinción es ya tradicional y es bastante, en este esquicio, remitir a la doctrina para advertir tanto lo añejado del tema como su actualidad, en particular en sociedades que hacen oferta pública de sus títulos.

La apreciación del primer considerando de la Resolución 208 de la Comisión Nacional de Valores, que llama a unos "accionistas activos", "que ejercen el control y participan activamente en la administración de los negocios sociales" e "inversores pasivos, "cuyo principal interés radica en el rendimiento de la inversión

8.- Vid. Beltrán, Emilio "Las acciones sin voto", en "La reforma de la ley de sociedades comerciales", dir. por Angel Rojo, Madrid, Civitas, 1987, p. 148 Ripert, Georges "Aspectos jurídicos del Capitalismo Moderno" Bosch, Buenos Aires, 1956, pag. 701.

9.- Alborch Bataller, Carmen "El derecho de voto del accionista", Tecnos, Madrid, 1977, pag. 79 y sig.

10.- Garrigues, op. cit. reproduce incluso párrafos de Salgado de Somoza: pag. 59 y sigs. Beltrán, op. cit. recuerda las "acciones rentistas" de las compañías privilegiadas, citando a Wahl, pag. 144, Mercadal señala precedentes en el derecho anglosajón, op. cit. pag. 14 y los estudios individuales por país, Gower, L.C. "The principles of Modern Company Law", Stevens, Londres, 1969 lo remonta a la reforma de 1845 en Inglaterra.

11. Garrigues. op. cit. pag. 56 y sigs. Porfirio, Leopoldo "Las acciones sin voto..." pag. 11 y sigs. La distinción se remonta, incluso a Marx, cit. por Porfirio, pag. 11.

y en la posibilidad de movilizarla, utilizando la liquidez que a la misma le da el mercado de capitales” se adapta, pues a esas consideraciones generalizadas sobre la realidad y a la doctrina universal.

### III ALGUNAS PRECISIONES SOBRE EL DERECHO COMPARADO

La larga evolución y polémicas intermedias que cubren el camino de las llamadas “acciones sin voto” o “acciones de preferencia” u otras denominaciones afines <sup>(12)</sup>, en la Europa continental, son de escaso interés efectivo para nosotros ahora, salvo su conocimiento y fruto comparatista. En efecto, en todos esos países se bregó y obtuvo, finalmente (salvo excepciones de sentido diverso) <sup>(13)</sup>, una figura parecida a nuestras ya tradicionales “acciones preferidas”. Es decir, acciones que pueden no tener voto, pero deben recibir alguna preferencia patrimonial y, en ciertas condiciones, recuperar derechos de voto o cierta función sobre la administración <sup>(14)</sup>.

Los países que admitían en su legislación común las acciones “sin derecho de voto”, a las que no exigían preferencias patrimoniales, estaban dentro del ámbito del derecho anglosajón, en particular Estados Unidos de América y Gran Bretaña. Tradicionalmente, sin embargo en Estados Unidos las reglas de algún mercado de valores (el New York Stock Exchange) exigían cotizar sólo acciones con voto; y

12. Vid. Rodiere, “Les actions de préférence”, cit. informe de Mercadal, pag. 11, “Ordinary non voting shares” en el derecho inglés, pag. 55 Informe Schnithoff, “de préférence” en Francia, informe de Jauffret - Spinosi, Mercadal, Oppetit y Terré, pag. 92, “Azioni di risparmio” en el derecho italiano después de la reforma de 1974, “acciones sin derecho de voto” en Japón, informe Tokosaki y Maeda, pag. 148, “non voting shares” en el derecho de E.E.U.U., informe André sobre Louisiana, pag. 163 y “non voting stock”, informe Cary por el Estado de New York, pag. 192. En Brasil se denominan “Acoes preferenciais sem voto”, artículos 341/4 dec. ley 262/86; en Uruguay “acciones preferidas”, ley 19.060, art. 323.

13) Dinamarca prohíbe las acciones sin voto en la reforma de 1973, art. 67, con aplicación al 1 de enero de 1974. Sin embargo, parece que las acciones sin voto emitidas con anterioridad se respetan: ver informe de Jesper Bergen en Rodiere, cit. pag. 73.

14) Ver los art. 216 y 217 de nuestra Ley de Sociedades Comerciales. En Francia las reformas de 1978 (Ley 78-41 del 13 de julio de 1978) y de 1983 (Ley 83-1 del 3 de enero de 1983) introdujeron las acciones “de préférence” exigiendo que la sociedad emisora tuviere dos balances positivos y los accionistas preferidos adquieren voto si durante tres ejercicios no se les paga la preferencia, además de ciertas facultades de información especiales.

En Italia, la mini-reforma de 1974 introdujo las *azioni di risparmio*, (Ley del 7 de junio de 1974, n.216) dispuso que estas acciones deben tener un dividendo preferente mínimo (art. 15) al igual que la nueva ley española (dec. legislativo 1564/89 del 22 de diciembre de 1989, “Texto refundido de la Ley de sociedades anónimas”), que requiere un dividendo mínimo del 5% del capital desembolsado, participación adicional hasta igualarlas a las ordinarias, preferencia en la liquidación y tratamiento preferente en la reducción de capital por pérdidas. Asimismo, recobran derecho de voto en ciertas condiciones (arts. 91 y 92).

el de Gran Bretaña imponía a la acción "sin voto" la necesidad de alguna contrapartida de ventaja patrimonial <sup>(15)</sup>.

Modernamente los mercados han mostrado mayor flexibilidad hacia la acción "sin voto", y así, la Comisión Nacional de Valores muestra ejemplos favorables en Estados Unidos de América, México y Brasil <sup>(15 bis)</sup>.

En suma: el concepto de "acción sin voto" se ha ido abriendo paso lentamente en el derecho moderno. Europa continental ha llegado recientemente a soluciones que, en nuestro derecho, eran ya admitidas desde antiguo sin resistencia doctrinaria. Las acciones sin voto que, además, no reconocen ventajas patrimoniales, se utilizaban en los derechos de corte anglosajón, aún con cierta limitación para acudir a los mercados de valores <sup>(16)</sup>. Modernamente, un país con gran dinámica en el manejo y creación de instrumentos (Estados Unidos) y mercados emergentes que se orientan hacia las prácticas americanas (Brasil y México) flexibilizan sus posiciones y admiten la oferta pública y cotización de "acciones sin voto".

Si Argentina aspira a consolidar su posición como un mercado emergente, la adopción de este instituto aparece como plausible.

## LA CONSTITUCIONALIDAD DE LA NORMA

III- El primer análisis que debemos abordar es el de la constitucionalidad de la norma instaurada por la Res. General 208 de la Comisión Nacional de Valores.

La citada Resolución funda su decisión, sobre el punto, en dos apoyaturas legales: es una *norma expresa* y otra una *interpretación de un plexo* de reglas legales. En efecto, el tercer "considerando" alude a "que la ley 23.697, en su artículo 40, acordó a las sociedades de capital y cooperativas total libertad para emitir títulos valores en serie para ser objeto de oferta pública en los tipos y condiciones a ser fijados por sus respectivas emisoras"; mientras el considerando séptimo dice: "Que esta clase de títulos valores... *sin que resulten incompatibles con los principios de nuestra legislación societaria*".

El desarrollo extenso de consideraciones sobre estos aspectos podría exceder de las posibilidades de esta comunicación. Un resumen de los argumentos de apoyo

15) Ver reporte de Carry, en Rodiere, op. cit. pag. 199 y Schimmitthoff para Inglaterra, en el que se menciona que el Stock Exchange de Londres exigía (1974) que "Derechos de voto apropiados sean acordados a titulares de acciones de preferencia, en circunstancias convenientes".

15 bis) Vid. Porfirio, pag. 93 para el derecho americano y pag. 73 para el inglés., con indicación de sus textos de referencia. Beltrán, op. cit. pag. 145, expresa que las acciones sin voto se mantuvieron en la reforma de 1985 "a pesar de las críticas recibidas por la doctrina y del desprecio con que se las contemplan desde la instituciones bursátiles"

16) Vid. nota 15

a esta solución es el siguiente:

a) La norma autorizativa del art. 40 de la ley de "emergencia económica" no puede entenderse sólo vigente dentro de regulaciones normativas preexistentes, pues de lo contrario sería una regla vacía;

b) La propia Resolución, así como el contexto en el que fue insertada y disposiciones posteriores (especialmente el dec. 2284/91) modifican sustancialmente el plexo dentro del cual debe ubicarse el intérprete de la regla misma. Así, el régimen de libertad de emisión hace caer la tipología cerrada en materia de títulos valores (a nuestro juicio indebidamente sostenida por parte de la doctrina con anterioridad a esta reforma), pero *también* significa una amplitud interpretativa que permita más allá de la simple afirmación del principio de libertad de creación.

En efecto, en un ámbito de tipologías cerradas, la interpretación tiende a igual sendero. De allí un exceso de interpretaciones de "orden público" que se atribuyen a normas regulatorias. Cuando el contexto general se abre, se difuminan necesariamente vallas cuyas estructuras se fundaban, exclusivamente, en una predisposición autoritaria del legislador, a lo que se agregaba cierta inclinación coherentemente intelectual ideológica de la interpretación doctrinaria y de las autoridades públicas pertinentes.

El análisis, entonces, requiere mayor pericia o, si se quiere, una profundidad que se aleje de posturas principistas, que casi siempre recalcan en derivaciones pseudo matemáticas de principio legales. En definitiva, una interpretación más finalista de la norma en su contexto social, que la haga útil para la vida en comunidad (y por tanto, no ajena al orden social ni propensa al "derecho libre").

c) Consecuentemente, el principio del art. 40 de la Ley de Emergencia Económica, al permitir la creación libre de nuevos instrumentos para los mercados de valores, no puede remitirse a una mera compatibilidad con figuras existentes.

Su aplicación al caso de acciones, por ende, no puede limitarse a las clases o tipos de acciones ya incorporadas a la Ley. De lo contrario, el principio no recibiría ninguna aplicación en el ámbito de los papeles de riesgo, lo que parece claramente contrario a su contenido escrito y más aún a su propio espíritu.

d) Cuando la Comisión Nacional de Valores estima que lo ahora reglado no es "incompatible con los principios de nuestra legislación societaria" se eleva por sobre un elenco concreto de instrumentos enumerado por esa norma, y analiza todo su espectro normativo con el principio de libertad introducido por la legislación reciente y específica.

Así, podemos acompañar a esas conclusiones si advertimos, por una parte, que se respetan básicamente los principios que hicieron que en el derecho argentino se admiten las acciones "preferidas" sin voto. Así, cuando menos, lo que se refiere al otorgamiento de una preferencia correlativa. Es cierto que la preferencia en la

distribución final"... podríamos decir que es de orden secundario, puesto que aunque no carece de importancia, el accionista, cuando adquiere sus acciones, no piensa en la disolución de la sociedad que en un principio es un hecho lejano e improbable. Aunque concederle esta prioridad pueda tener cierto interés, sin duda no será el factor condicionante de su inversión" (17), sin embargo esa menor ponderación "efectual" de la preferencia no quita a ésta su calidad ni despoja a la acción del carácter de "preferida" (18). Pero las acciones sin voto no lo tienen *en ningún caso* (salvo cuando deben reunirse en asamblea especial para supuestos determinados) y consecuentemente debe apreciarse si esa supresión en las situaciones del art. 244, parte final, es admisible. No se nos oculta que el planteo es intrínsecamente más complejo, pues nuestro ordenamiento societario admite la privación del voto (contra ventaja patrimonial), pero este derecho *siempre será utilizable*" para las materias incluídas en el cuarto párrafo del art. 244..."

Es sabido que de los pilares estructurales de la sociedad anónima, tal como se la concebía decenios atrás, el del voto ha venido perdiendo importancia relativa, hasta que ahora podemos decir que no forma parte de lo que podríamos llamar "elementos esenciales" (19).

Una recorrida por el derecho escrito informará de tales características actuales del derecho de voto y lo confirmará la doctrina (20).

El legislador argentino supuso idealmente que la privación de ese derecho se justificaba cuando existía una compensación que, en teoría estimó eficiente: el otorgamiento de preferencias patrimoniales. Sin embargo, podemos advertir sociológicamente (y económicamente) que esa pretendida "compensación" no necesariamente es sinalagmática en sentido de equidad. A veces, vale más la preferencia, otra, podríamos considerar más importante el voto. En las acciones con oferta pública es más que frecuente referirse al ausentismo de los accionistas, como un hecho objetivo constatable, cuyas reales motivaciones pueden ser varias (21). De esta forma, la pérdida del derecho de voto no parece valorativamente importante para el inversor, que seguramente se orientará por otros parámetros.

Podemos, por otra parte, hallar sucedáneos de "equivalentes" cuando se

17) Alborch Bataller, op. cit pag. 366

18) Es posible que la CNV haya mantenido la exigencia para no apartarse demasiado del modelo de la Soc. Comerciales. Si no lo hubiera hecho, no por ello el tipo legal creado sufriría en su admisibilidad validante. Recordamos que en Argentina han existido acciones preferidas en la distribución final.

19) Illescas Ortiz, Rafael, en el prólogo del libro de Porfirio, cit.

20) La bibliografía es extensa. Para todos remitimos a Garrigues, op. cit. Alborch Bataller, op. cit., Tapia Hermida, en Revista de Der. Bancario y Bursátil, 1990, pag. 749/833.

21) Porfirio, op. cit. pág. 19, y sig.



piensa en la privación del voto: el derecho de receso para ciertas decisiones y, en última instancia, la impugnación del acto asambleario<sup>(22)</sup>. A nuestro juicio puede pensarse en la existencia de ambos derechos en el accionista con acciones “de participación”, de forma que, anunciada debidamente la calidad del título e integrándose a la sociedad en un sistema de tutela (el régimen de oferta pública), el inversor habrá efectuado una elección consciente, no desprovista de resortes de protección individual.

e) No podemos ocultar que existen otros importantes fundamentos para apoyar la iniciativa, pero ellos se refieren a la conveniencia del instituto y no estrictamente a su legitimidad en el derecho argentino en su conjunto.

Sin embargo, uno final nos permitiremos desarrollar brevemente. Otorgar derechos de voto al accionista “preferido” (o, en el caso, “de participación”), en las sociedades abiertas a la oferta pública, en los casos remanentes del art. 244, parte final, no significará necesariamente una protección adicional de contenido real a estos accionistas.

En efecto, por aplicación del efecto inhibitorio de la regulación<sup>(23)</sup>, lo más posible es que la sociedad no acometa emisiones de títulos de esos tipos cuando prevea que ellas pueden alterar su “statu quo” político, o cuando menos, lo regule en una cierta proporción que resulte cómoda para quienes ejercen realmente la mayoría en la época de la emisión. En concreto, si estos títulos son más apropiados para sociedades de cierto carácter familiar o cerrado, para facilitar su acceso a los mercados de capital y su fortalecimiento financiero, lo que pasará es que esas sociedades no efectuarán las emisiones o (como hasta ahora ha ocurrido con la emisión de acciones por suscripción de cinco votos u otros aumentos de capital), lo limitarán hasta las proporciones en que no afecte la disponibilidad de ciertas mayorías. En suma, será un “derecho inhibición”, cuyo efectivo resultado se concretará en la no concurrencia al mercado de muchas sociedades y la pérdida de eventuales alternativas de interés para los potenciales inversores<sup>(24)</sup>. Muy esporádicamente, por errores, descuidos u otros avatares, ese derecho dará efectiva preponderancia a los accionistas “de participación” en las decisiones del art. 244, parte final que hemos indicado. Pero ésto será la excepción, y ser la excepción no es el destino ordinario de una norma que se presume constitutiva de un instituto<sup>(25)</sup>.

22) En definitiva, estos derechos tienen más vinculación con el voto, es decir, con las decisiones que en asamblea se toman mediante el voto, que la atribución de preferencias patrimoniales.

23) Nixon, en sus Memorias, incluía un párrafo significativo sobre el efecto inhibitorio de la regulación estatal.

24) Nuestro maestro Malagarriga solía señalarlos que las leyes que quieren proteger en exceso, generalmente desprotegen a sus propios tutelados.

25) La regla orientadora de los romanos era, recuérdese “*id quod plerumque accidit*”.

#### IV. FINALIDADES DE LAS ACCIONES DE PARTICIPACION O SIN VOTO

Al discutir las distintas alternativas sobre la actuación "sin voto", la doctrina ha estudiado la finalidad en virtud de la cual se justifica la admisión de estos títulos.

##### 1. Permitir la apertura del capital sin afectar el control

Esta finalidad más comentada, que viabiliza también hacer más aplicable esta modalidad en las llamadas "sociedades de familia" y, en suma, para aquéllas de composición más compacta de capital y con menor acostumbramiento al mercado abierto.

Sin duda que es también la finalidad preponderante en nuestro país. En él, el mercado bursátil ha demostrado en el pasado cómo la reacción a ciertas medidas importó la limitación en el aumento de capital nuevo por parte de empresas. Así, por ejemplo, la prohibición de emitir acciones de más de un voto por empresas autorizadas a la oferta pública,<sup>(26)</sup> motivó ciertamente autorrestricciones en sociedades gobernadas por acciones de más de un voto. Esto llegó incluso, en alguna época a la propia capitalización de revalúos<sup>(27)</sup> y de distribuciones de utilidades. También es cierto que algunas ampliaciones de capital que aparecían como posibles según el mercado, se autolimitaban por las mayorías societarias, cuando ellas no estaban en condiciones de aportar (o no deseaban hacerlo) en medida suficiente para mantener una determinada proporción final.

##### 2. El ausentismo en las asambleas

Esta constatable realidad, señalada desde muy antiguo en las sociedades abiertas, sólo obra como un apoyo fáctico (o de extracción sociológica). En efecto, no puede decirse que la acción sin voto es un *remedio* para ese ausentismo, porque sería francamente contradictorio: como hay ausentismo, la acción sin voto permite privar de voto a algunas acciones, pero de allí nada predica que las demás acciones concurren y mucho menos que las que no tienen voto tengan más perseverancia en la concurrencia.

En definitiva, está diciendo que como se puede comprobar que una gran

26) Que comenzó en la ley 19.060 y de allí pasó a la ley de Sociedades Comerciales, 19550, art. 216, parte final.

27) Hasta que se aclaró legislativamente su admisibilidad en acciones del mismo tipo que las que originaran el reparto (ley 21.525).

cantidad de accionistas con participaciones menores no concurre a las asambleas, de ello se deduce que la privación del voto a su acción no significa -valorativamente- un sacrificio de importancia para ellos. El ausentismo, de todas formas, puede obedecer a muchas y profundas causas -algunas que se interaccionan- de manera que la creación de esta clase de acciones, como dijimos, sólo puede vincularse a aquel fenómeno utilizándolo como una referencia externa.

### 3. La existencia de accionistas de distinta calidad, en orden a sus finalidades al participar en la sociedad

Ya hemos indicado antes el marco conceptual de este punto. Casualmente la Comisión Nacional de Valores ha tenido en cuenta el fenómeno de la distinta perspectiva con la que entran en una sociedad abierta unos y otros (a los que llamé "accionistas activos" e "inversores pasivos").

Esa realidad es absolutamente constatable incluso en nuestro país. Sirve, también, como una referencia de apoyatura externa, de convalidación sociológica, pues está diciendo que, en suma, viene a plasmar normativamente una distinción ya existente en los hechos, aunque sin recepción legislativa hasta entonces. Nos parece, pues, que esta fundamentación es, en ese límite, pertinente.

### 4. La posibilidad de resistir toma de control agresivas

En mercados acostumbrados a tales "take over" u "OPA" <sup>(28)</sup>, la existencia de acciones sin voto diluye el interés del que pretende una toma de control por medio de adquisiciones de paquetes bursátiles, porque, por un lado, permite al grupo de control anterior concentrar sus tenencias en acciones con voto (y así poner a salvo el *poder*) así como requiere del adquirente agresivo, la necesidad de contar con más acciones para tener el disfrute mayoritario del *capital*.

### 5. Otras finalidades

En un estudio muy apreciado, no parecieron despertar el interés de los consultados, finalidades tales como el mantenimiento de la nacionalidad de sociedades, la atribución de acciones al personal, facilitar relaciones societarias con participación del sector público o en la simplificación de la nacionalización o desnacionalización (y privatización) de empresas <sup>(29)</sup>.

28) Por "Offre public d'achat" en francés u "Oferta publica de adquisición" en español.

29) Ver Rodiere, "op. cit., resumen de pag. 15 de Mercadal e informes de cada país.

## 6. Su utilización práctica

Es lógico preguntarse qué destino se espera para esta innovación y su utilización efectiva por emisores (y aceptación por inversores).

Es difícil saberlo y más aún pronosticarlo. Las realidades del mercado argentino han mostrado instituciones mercantiles caídas en desuso o simplemente no utilizadas por diversas razones. De otro lado, largamente se ha pregonado la necesidad de ampliar el elenco de instrumentos del mercado y, finalmente, la libertad de emisión de títulos destinados a la oferta pública.

No creemos que en cada oportunidad en que se conoce una nueva posibilidad (más aún si tiene jerarquía de recepción normativa, como en el caso), estemos ante una apuesta sobre el "éxito" de la medida. Con palabras de Mercadal, podemos recordar:

"Las acciones de preferencia sin derecho de voto parecen presentar una utilidad marginal<sup>(30)</sup>. Pero desde que el financiamiento de los negocios requiere cesar capitales en aumento; y que la observación revela la dificultad creciente para reunirlos, podemos descuidar un solo de los procedimientos de recolección del ahorro?"<sup>(31)</sup>

En suma, se trata de un arma más, de los muchos que han aparecido y podrán aparecer con un mercado más ampliado, necesidades de nuevas inversiones y financiamiento para las empresas, creciente acceso al mercado de empresas privatizadas y medianas, dentro del marco de libertad de creación que, felizmente, tiene una impronta legislativa que, a nuestro parecer, es definitiva en nuestro medio.

Sólo una final disquisición en este punto: La admisión de figuras por la autoridad pertinente (en el caso, Comisión Nacional de Valores) es altamente loable, por cuanto el medio no está acostumbrado a la innovación. Sin embargo, ello no quiere decir que estemos en presencia de un nuevo "cierre de puertas" (y de mentes): del amplio espectro de la libertad de creación, cada regulación de la CNV pone en juego, echa al ruedo, una posibilidad. Pero en nada descarta la factibilidad plena de otras figuras, e incluso, de variables a la misma que los particulares puedan requerir, en tanto se ajusten los requisitos básicos para la introducción de nuevo instrumento en los mercados públicos (la debida información y la tutela del inversor)<sup>(31 bis)</sup>

30) Estimamos que el autor llama "marginal" a la utilización, en aquella época, en relación a los porcentajes sobre la totalidad de la emisión en los mercados. En la actualidad no podría considerársela así, aún cuando tampoco puede decirse que sea mayoritaria. Se mantiene en ciertos límites menores, pero se utilizan.

31) Mercadal, op. cit. pag. 25.

31 bis) En el editorial de "La Nación" del 4 de julio de 1992, su autor participa de la nueva regulación que admite las acciones sin voto, aunque cuestiona ciertas limitaciones, al preferir que el

## V- ¿ACCION O BONO DE PARTICIPACION?

El tema parece remitir a la clásica pregunta por la "naturaleza jurídica", de lo cual nos hemos ocupado antes <sup>(32)</sup>.

Tanto en derecho comparado como en nuestra realidad "post Resolución 208" se ha vuelto sobre el problema de si se trata de una verdadera acción o es (o debería haber sido) un bono de participación.

Las diferencias entre una y otro son tan notables que casi es imposible sostener la duda. En efecto, es claro que:

1) la acción es parte del *capital*, mientras que el *bono* es solamente un título de crédito y por ende, una *deuda* social;

2) el accionista corre el albur de la empresa y, por ende y como inversión de riesgo, si pierde capital o quiebra, esa pérdida afecta a su capital, en tanto que el bonista es acreedor de la sociedad y cobra de ella en tanto tenga bienes, siempre antes que cualquier accionista;

3) el accionista tiene, además de los derechos patrimoniales al dividendo y a la distribución final, *una gama de derechos*, entre ellos los políticos y de control, que sigue manteniendo (salvo el voto en asambleas generales); el bonista no tiene ninguno de estos derechos;

4) el accionista sólo cobra dividendos, que se generan en *utilidades líquidas y realizadas* de la sociedad; si no existen estas utilidades, no puede cobrarlos. El bonista puede cobrar aunque no existen utilidades, desde que es acreedor.

5) El *reembolso* de la inversión (en las acciones rescatables (art. 14, b III de las "Normas" en su modificación por la Res. Gen. 128) deberá hacerse por el procedimiento de reducción de capital, cuando no pueda efectuarse con utilidades líquidas y realizadas; el reembolso del bono se efectúa como una deuda social.

Se ha hablado también de "tertium genus" para referirse a esta clase de acciones <sup>(33)</sup>, doctrina que no compartimos <sup>(34)</sup>. También se las ha comparado con las acciones en la sociedad en comandita en las que el comanditario no tiene acceso

mercado indique los parámetros de aceptación del instrumento.

32) Alegría H., "El aval", Astrea, Bs.As. 1975, pag. 51 y sigs.

33) Véanse Uría, Rodrigo, "Derecho Mercantil", 17a. edición, Pons, Madrid 1990, pagina 486 Bione, Mario "Le azioni di risparmio franto e realtà", en *Giurisprudenza Commerciale*, 1875, I, 178, y sigs., Frenghi, F "Apunti sulle azioni di risparmio", *BBTC*, 1982, I pag. 779 y sigs. Recordamos que oportunamente se presentó igual debate entre nosotros respecto de las acciones preferidas, oportunidad en que expresamos nuestra opinión favorable a tipificarlas como acciones:

34) Ver trabajo citado en nota anterior. La doctrina se inclina hacia la tesis que las considera acciones: Ferri, G. "La societá", *UTET*, 1985, 451 y sigs. Broseta Pont, M. "Manual de derecho mercantil", 8a ed. Tecnos, Madrid, 1990, pag. 335 y sigs.

a la administración) <sup>(35)</sup> En nuestro derecho esta comparación no sería posible, porque las acciones "sin voto" de la Res. 208 no otorgan voto tampoco para los casos de reforma de estatuto y, además, porque no existe prohibición para el accionista portador de acciones "sin voto" para ser elegido como director de la sociedad, sin perder por ello ninguna limitación de responsabilidad ni adquirir solidaridad.

En suma, siempre nuevas figuras obligan a una postura de ubicación sistemática. Creemos que se trata de *acciones* y que se diferencian de la ordinaria en que *no tienen voto* y de las preferidas, en que su privación de voto es más amplio que el consentido en éstas, además que su ventaja patrimonial reside sólo en la distribución final.

35) Porfirio, pag. 243 y sigs. trata el tema.