

DIFUSIÓN DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA: ACCIONES SIN DERECHO A VOTO

MARÍA VIVIANA FOURCADE

PONENCIA

Conveniencia de incluir por vía legal la figura de la acción carente de voto incluso para las cuestiones del último párrafo del art. 244 de nuestra Ley de Sociedades Comerciales.

Dicha acción debe ser acompañada de ventajas patrimoniales. Dichas ventajas pueden consistir en una antelación en el cobro de la cuota de liquidación.

Su existencia sólo se justifica en Sociedades que efectúan oferta pública de títulos valores.

No se justifica la limitación que impone su rescate o convertibilidad a determinado plazo, salvo pacto en contrario, pues es materia donde pondera el principio de la libertad.

FUNDAMENTOS

En aras de una mayor difusión de la propiedad accionaria, aun en holocausto confeso al principio protectorio de los accionistas minoritarios ante los abusos eventuales de la mayoría se crean este nuevo tipo de acciones, con sustrato en la seducción del inversor "pasivo", aquella franja alejada de la marcha de los negocios sociales pero atenta a ella a los fines del rescate de su inversión.

Con fecha 2/6/92 se dicta la res. 208 de la Comisión Nacional de Valores que modificó el art. 14 de las Normas de la C.N.V. dando nacimiento a las acciones de participación.

Sus notas más destacables son:

Son títulos valores representativos del capital social sin derecho a voto.

Se prelacionan sobre las acciones ordinarias en caso de liquidación.

Tienen los mismos derechos económicos que las ordinarias (igual percepción de dividendos)

Pueden ser rescatables por la Sociedad emisora en la forma que lo decida al lanzarlas, o, pueden ser convertidas en ordinarias en un plazo no mayor de veinte años. En el caso de conversión la autorización para oferta pública se extiende a las nuevas acciones. Si no tuvieran autorización para efectuar oferta pública de las acciones ordinarias ya existentes, la Sociedad deberá obtenerla con antelación a la conversión.

Establece un límite de un 30% del capital social emitido.

El retiro de estas acciones del régimen de oferta pública por parte de la emisora debe contar con la autorización de asamblea especial de los tenedores de acciones de participación en los términos del art. 250. Los accionistas disconformes tienen derecho de receso. ¹ También tienen derecho de receso en los casos de desistimiento, denegatoria o cancelación de la oferta pública. El valor de las acciones de participación se reembolsará de acuerdo con aquél que resultare más alto entre el valor resultante del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias y el promedio de valor de mercado de los treinta días anteriores, calculado según lo determine la C.N.V.

Las sociedades pueden ingresar a la oferta pública para ofrecer sólo acciones de participación.

1. *Bursario* ²

El hecho de que las sociedades no libran más del 20% ó 30% de su capital a la oferta pública, entraña naturalmente una masa recortada de bienes en circulación, por ello considero útil revalorizar esta figura. Creo que a través de una reforma a la Ley de Sociedades debe reglamentarse la existencia de las acciones sin voto, estableciendo detalladamente derechos que otorgan y obligaciones que imponen, expresamente, ya que en sentido estricto su actual existencia en nada conculca los principios legales vigentes, dado que la carencia de voto se encuentra prevista en el art. 217 de la Ley de Sociedades Comerciales, dejando a salvo las diferencias con el régimen implementado para las acciones de participación. Asimismo, cabe recordar su anterior previsión por el Cód. de Comercio de 1889, art. 352.

Tenemos en nuestro país un mercado de capitales meramente entreabierto. Es un hecho que las sociedades que cotizan en bolsa, por ejemplo, no lanzan al mercado un porcentaje mayor al 20% ó 30% de su capital. La razón principal, es la necesidad

¹ Art. 245, ley 19.550.

² Se atribuye a RODRÍGUEZ DEL PRADÓN, Juan una traducción de *Las Heroídas de Ovidio*, con el extraño título de *Bursario*, que el traductor explica del modo siguiente: "Porque así como en la bolsa hay muchos pliegues, así en este tratado hay muchos oscuros vocablos y dudosas sentencias y puede ser llamado bursario, porque en la bolsa, conviene a saber, en las células de la memoria, debe ser reafirmado con gran diligencia". Publicado por Paz y Meliá en *Obras de Juan Rodríguez de la Cámara o del Pradón*, Madrid, 1884.

de evitar por parte del grupo interesado, la pérdida de la porción mayoritaria e inclusive soslayar el ingreso de las minorías al directorio.

Las acciones sin voto actúan en países del extranjero como eficaces medidas contra el *takeover* agresivo, para sociedades abiertas.

En nuestro país hasta aquí no se revelaba su necesidad de existencia porque la protección anti *takeover* se da naturalmente (retirando el capital o no exponiéndolo a la demanda). Parece ser que como medida de protección resultó demasiado cara para un mercado de capitales que pretende incrementar su vigor.

Pienso que estas acciones pueden ser un útil instrumento financiero y un aliciente a la apertura de los ofertantes.

Actualmente sólo una entidad pretende lanzar acciones de participación al mercado.

La razón es simple: La inseguridad jurídica que en el estado actual acarrearán. El hecho de que sean convertibles en ordinarias en el plazo de veinte años como máximo, (tratándose de acciones no rescatables) desalienta cualquier intento de emisión. Es necesario asegurarle a la sociedad que los inversores carecen y carecerán de voto, sin posibilidad de recuperarlo salvo para el caso en que se afecten los derechos inherentes a la acción.

Por tanto se debe reformar el planteo legal, admitir expresamente la existencia de acciones sin voto incluso para las cuestiones incluidas en el cuarto párrafo del art. 244, no convertibles en ordinarias salvo expreso pacto en contrario, reservándolas expresamente para las sociedades abiertas.

En las sociedades cerradas no parece conveniente su existencia, ya que sería un instrumento mas para el fraude, no encuentro utilidad en su aplicación, la que podría avalar un fenómeno social disvalioso como es la presencia de testaferos o socios aparentes.

En las sociedades abiertas el fenómeno es axiológicamente diferente. Es sano robustecer nuestro mercado, permitiendo el incremento en el volumen de operaciones con restricción de un derecho que en la práctica no presente interés para una franja determinada de inversores.

Para que un instrumento de mercado sea eficaz existe una premisa fundamental: *tratamiento legal acertado que otorgue seguridad jurídica*. Rescato la iniciativa de la C.N.V. pero considero que tanto el tratamiento del tipo accionario por vía de Resolución Administrativa (aspecto formal) como el abordaje híbrido del tema (conversión, etcétera) determinaron que en la práctica, no constituya una figura atractiva, cuestión que a mi juicio sería sano revertir. La remarcada contraposición entre capital dirigente y capital monetario³ lleva a señalar que en las sociedades abiertas cabe diferenciar al accionista, con su *status socii* pleno, partícipe activo en los órganos de la sociedad, del mero inversor, cuya falta de incumbencia en los negocios sociales, lo sitúa mas cer-

³ GALGANO: *Società per azioni e classi sociali*.

ca del tercero acreedor que del socio, en tanto que su intención al adquirir acciones no propugna la toma de control (al menos inicialmente) sino el asegurarse la percepción de su interés con altas probabilidades de rentabilidad. Todo esto denota la crisis del derecho de voto, síntoma de aquel que atraviesa la figura de la sociedad anónima tal como la conocemos. Para ejemplo baste recordar la introducción del voto divergente (otrora impensado).⁴

Siendo propósito del Gobierno Nacional, la ley 23.697, en su art. 40 acordó a las sociedades de Capital y Cooperativas, total libertad para emitir títulos valores en serie objeto de oferta pública en los tipos y condiciones fijados por sus respectivas emisoras. Se consigna expresamente que se comprende en esta facultad: "a la denominación del tipo o clase de títulos, sus formas de circulación, garantías, rescates, plazos, convertibilidad o no, derechos de los terceros portadores y cuantas mas regulaciones hagan a la configuración de derechos de las partes interesadas". Dichas facultades se ejercerán de acuerdo a la ley 17.811 y demás normativa pertinente.

Instrumentos del Mercado de Capitales, las acciones de participación sin voto representan una fracción del capital y confieren una participación proporcional en el patrimonio neto.

Significan, desde el punto de vista económico, una nueva posibilidad de financiamiento externo para las sociedades que puedan emitir las.

Es importante remitirse al momento político económico por el que el país transitaba.

El movimiento privatizador no dejaba piedra por mover en Roma y la declarada quiebra del Estado hacía crujir estructuras fuertemente afincadas en la participación estatal exclusiva del sector público como tomador de fondos, y a su vez, su redistribuidor ineficiente, con un mercado de capitales endeble. V.gr. el mercado bursátil limitaba sus funciones a la obtención de capitales para el estado basado en títulos selectos y de alta rentabilidad, parte de una cartera de acotadas opciones.

La atención del público repentinamente comenzó a volver su mirada sobre el mercado bursátil, esta vez, siguiendo la transformación y el nivel de adecuación a los parámetros internacionales.

De allí, la necesidad de ampliar el espectro de instrumentos de mercado.

Nuestra raigambre jurídica continental europea, afirmada sobre la magnífica grandeza de las legislaciones de fin de siglo pasado –de belleza y resolución innegable para las situaciones que les eran coetáneas– parecen sufrir una dura prueba con el trasvasamiento cultural del derecho anglosajón. Nada como el gusto italiano consagrando su estética a los monumentos sepulcrales. Nada mas robusto y viril que la desnudez de

⁴ Resolución General 206/92 sobre ejercicio del derecho de voto en los programas de ADR. Reforma la Resolución General 179/91 CNV.

Se sugieren nuevas tendencias legislativas a partir de la ley 24.441/95 en relación al contrato de fideicomiso financiero y los certificados de participación y títulos de deuda).

la arquitectura romana. Que decir de la solemnidad que toscanos y genoveses dieron en Andalucía a los sepulcros y mausoleos de La Cartuja de Cuevas de Sevilla o el cincel perfecto del enterramiento de los Reyes Católicos.

Sin embargo, la propia Europa que cristalizamos no le ha negado la necesidad del cambio ni a la maciza regularidad de sus monumentos funerarios. Por que entonces nos resistimos nosotros?

Como en el río de Heráclito, los hechos tienen la fluidez y mutación propia del agua.⁵ El Derecho más se parece al fuego como tóxico que expresa más vivamente la decadencia de la realidad pues “de continuo está destruyéndose a pesar de su aparente permanencia”⁶.

El Derecho se alimenta de la libertad como el fuego del aire.

2. *Naturaleza jurídica*

Sin necesidad de apelar a la libertad de creación de los “tipos accionarios” aludida en la res. 289 de la C.N.V., dicha posibilidad tiene sustento constitucional: las personas pueden crear y vender todos los títulos que no estén prohibidos por la ley.⁷

Pueden crearse títulos en las condiciones que establezca la emisora siempre que armonicen con los principios de la Ley de Sociedades, se ajusten a los requisitos básicos del Mercado Público y provean la debida protección del inversor asistido con el *derecho de información*.

Dicha información debe versar tanto sobre la acción que se adquiere como en el caso sobre la ordinaria subyacente que pende de conversión, y de las condiciones del rescate de ser procedente.⁸

Sosteniendo el principio de los tipos accionarios cerrados, se alegó la ilegitimidad de la res. 208, por crear un tipo no previsto, por vía de resolución administrativa. La palabra tipo, proviene del griego *tipus* que significa golpe, marca dejada por un golpe, sello, figura, molde o impresión.

Cuando un ejemplar reproduce máximamente las virtudes del tipo, lo llamamos arquetipo, los cuales fueron, por ejemplo, seleccionados en el caso de los tipos societarios contenidos en la ley 19.550. Para sostener el principio de los tipos cerrados en materia accionaria es presupuesto lógico la existencia de categorías absolutas y autosuficientes en su definición como distintos tipos. Sin embargo, más allá de la apelación a su sustrato objetivo (elenco de derechos que otorgan y obligaciones que imponen), en el caso carecer de voto es la nota sobresaliente, cabe recordar que si clasificamos

⁵ Fragmento 30 de Heráclito, *Colección Historia del Pensamiento*, t. VII, p. 127. traducción del griego de MÍGUEZ. José Antonio, Orbis Hispamérica.

⁶ Nota de MÍGUEZ. José Antonio, op. cit., p. 127.

⁷ Ver SASOT BEITES y Miguel P. SASOT, *Sociedades Anónimas, Acciones, Bonos, Debentures y Obligaciones Negociables*.

⁸ Ver YOHNIA: *Obligaciones convertibles en acciones*, pp. 139 y ss.

las acciones por los derechos patrimoniales que otorgan, vemos que no puede con propiedad hablarse de contenido únicamente patrimonial o político, sino que los derechos políticos implican o sugieren derechos económicos y viceversa, por ello se habla de un cuadro de derechos antes que de una clasificación neta de los mismos. Menos aún puede efectuarse una tipología de acciones en base a derechos que no pueden clasificarse si de distinciones científicas puras se trata.

Con ese escollo tropezamos al pretender determinar la naturaleza jurídica de las acciones de participación, pues se diferencian de las preferidas tal como se encuentran definidas actualmente por nuestra Ley de Sociedades, aunque otorgan una preferencia patrimonial. Asimismo aun cuando para el derecho anglosajón las acciones sin voto son acciones ordinarias, no parece posible esta asignación en Argentina donde el art. 216 es lapidario: "cada acción ordinaria da derecho a un voto".

Además una entidad no podría emitir sólo estas acciones aunque sí es posible que solicite el ingreso al régimen de oferta pública para exponer exclusivamente acciones de participación.

Ello condujo a la doctrina a interpretar que las acciones de participación constituyen un tipo accionario distinto. Prima Facie, esta parece ser la desembocadura a que obliga la mixtura de este caso. Sin embargo considero conveniente la siguiente evaluación:

Encontramos definida a la acción como título valor representativo del capital social, pero no podemos hablar de tipos de acciones, sino de una clasificación de las mismas según sus propiedades, pudiendo predicar de ellas que sean ordinarias, preferidas, o diferidas. (siempre desde el punto de vista patrimonial con la salvedad efectuada previamente, sin excluir otras clasificaciones). Y estos adjetivos son calificativos de la acción; no son conceptos absolutos, sino que predicamos de ellas ciertos caracteres relativos (relacionados con otras acciones que existan en el seno social, tal como lo enseña Halperín quien brillantemente describió el carácter relativo de estas calificaciones).

Del mismo modo hablamos, basados en una convención cultural de Oriente y Occidente. (desprevenidos de tal pacto podrán preguntarnos al oriente u occidente de qué). Volviendo al tema de la clasificación de las acciones según su contenido patrimonial, sin que constituyan tipos, habrá acciones ordinarias, preferidas o diferidas.

Desde el punto de vista lógico las acciones sin voto encuadran en la clasificación señalada como preferidas, por su antelación temporal en el cobro del saldo de liquidación, aún tratándose de las mas humildes de las preferencias patrimoniales.

Se diferencian de las ordinarias en que carecen de voto y se diferencian de las preferidas en que su privación de voto es más amplia que el permitido en éstas, por ende su inclusión por vía legal implicaría la reforma del actual art. 217 que deberá contemplar: Acciones con preferencia patrimonial que a) otorguen derecho de voto; b) carentes de voto excepto para las materias incluidas en el cuarto párrafo del art. 244. c) carentes de voto incluso para las materias incluidas en el cuarto párrafo del art. 244. Es-

tas últimas solo podrán ser emitidas por sociedades que hagan oferta pública de sus acciones. En estos últimos dos casos debe dejarse a salvo el derecho de asistir a las asambleas con voz, tendrán derecho de voto en el tiempo en que se encuentren en mora en recibir los beneficios que constituyen su preferencia. También lo tendrán si se suspendiere o retirase la cotización bursátil por cualquier causa, mientras subsista esa situación.

3. *Finalidad de las acciones sin voto*

Pueden señalarse las siguientes finalidades:

- a) Mayor difusión de la propiedad accionaria.
- b) Atender a la financiación externa de sociedades.
- c) Incluidas en la Legislación Brasileña, las acciones sin voto tal como se presentan en la legislación Argentina parecen poco atractivas por la inseguridad que acarrearán, sin embargo es importante perfeccionar esta figura, también en aras de un mayor mercado potencial que implica armonía de legislaciones regionales (Mercosur).⁹
- d) Resistir la toma de control agresiva, constituyendo prácticamente el único remedio de origen legal en Argentina, para tal situación.¹⁰

Básicamente el *takeover* consiste en la toma de control de una sociedad que cotiza en una bolsa de valores.¹¹ En primer lugar y para evitar las responsabilidades previstas en los arts. 59 y 274 de la Ley de Sociedades los directores solo podrían intentar detener el *takeover* si el mismo fuera perjudicial para la sociedad y no si lo que se pretende simplemente es retener los cargos.

⁹ En España las Acciones sin voto vieron la luz para adaptar la legislación a las Directivas de la Comunidad Económica Europea. Ley de Sociedades Anónimas. Real dec.-ley 1564/89.

¹⁰ En Argentina la res. 61/80 de la C.N.V. pretendía proteger al inversor ajeno a esta lucha por el control que pudiera malinterpretar la suba de precios y posterior caída una vez cesada la lucha. Esta resolución fue recurrida administrativamente y atacada de inconstitucional y derogada finalmente por la res. 63/81. Esta última introduce una serie de modificaciones, siendo las principales: 1º) El régimen es totalmente voluntario. 2º) No es necesario informar a la C.N.V. sobre los incrementos en los porcentajes de participación. En caso de que no se suspenda la cotización de las acciones del *target*, si el valor alcanzado por el precio de mercado es superior al ofrecido por el *raider*, éste deberá abonar a todos los accionistas aceptantes de la oferta ese mayor valor alcanzado por el mercado.

¹¹ El procedimiento de la toma de control puede ser amistoso u hostil. El *Takeover* en su forma amistosa suele iniciarse con un acercamiento previo de los interesados en tomar el control (*raiders*) con los directores de la sociedad elegida (*target*) a fin de lograr un acuerdo de fusión. La experiencia americana ha demostrado que este mecanismo es contraproducente para los *raiders* ya que el acercamiento es generalmente rechazado por los directivos del *target* y encarece enormemente la toma de control.

En Argentina al no encontrarse regulado el procedimiento para la toma de control ni existir obligación de denunciar la acumulación de un determinado porcentaje de acciones, bajo nuestro ordenamiento jurídico un *raider* no tendría mayores dificultades para tomar el control de una Sociedad siendo escasas las medidas que el directorio puede tomar por sí y las que tomen los accionistas pueden ser insuficientes.

Es por ello que se expone un menor capital a la oferta pública, en desmedro del volumen de negociaciones. Aquí cabe revalorizar la función de la acción de participación.

4. *Derechos que otorgan*

4.1. **Preferencia patrimonial**

La prelación temporal en el reintegro de su valor nominal en el caso de liquidación constituye una preferencia patrimonial. Parece un incentivo mayor de inversión la estipulación de un dividendo preferido. Pero se plantean dos problemas: a) Si se establece por vía legal puede originar rigidez y dificultades en las empresas de distinta magnitud. ¹² b) Por vía asamblearia: el accionista preferido quedaría sujeto a la voluntad de los accionistas con voto que podrán diluir su derecho.

La gran garantía debe pasar, además por el contralor contable para impedir la manipulación de los balances. ¹³

4.2. **Supresión del voto**

Carecen de voto pero detentan los demás derechos políticos y el voto renace en determinados supuestos. Pero es el recupero de voto automático? ¹⁴ Obviamente no lo es. Sub examine el recupero del voto en la liquidación final no trasunta beneficio práctico al accionista. Hay que estudiar entonces otros supuestos en los que recupera el voto, aun entendiendo que no lo adquiere en el caso del art. 244 parte final (asamblea extraordinaria).

Creo que así como las acciones preferidas en el dividendo recuperan en algunos países el derecho de voto si la asamblea decidiera efectuar reservas por encima de las legales sin repartir dividendos ¹⁵, las acciones de participación deberían recuperar su derecho de voto si no se efectuaran las reservas legales.

¹² Ver ALBORCH BATALLER, Carmen: *El Derecho de voto del accionista*, pp. 357 y 358.

¹³ Ídem.

¹⁴ Ver SASOT BETES: op. cit., p. 113.

¹⁵ Ej. Ley Alemana de sociedades. art. 140.

4.3. Conversión

Respecto a la conversión del título en ordinario tras el plazo de 20 años si no fueran rescatables, si de libertad se trata no se entiende porque no podrían admitirse la existencia de estas acciones sin posibilidad de conversión alguna (salvo pacto en contrario).

Pero a tenor del art. 14 de las Normas asiste el derecho de solicitar la conversión de sus acciones al accionista de participación, en el plazo y con la condición de ley. Sin embargo si la emisora no cumple estamos ante un vacío legal, que quizás pueda ser llenado por analogía con lo preceptuado por los arts. 195 y 196 de la Ley de Sociedades, aunque mas certero sería una regulación específica de la materia.

Por otra parte la conversión zanja una cuestión en cuanto a su calificación de acción ordinaria sostenida por cierta parte de la doctrina. Asimismo si una entidad pudiera emitir solamente esta clase de acciones se configuraría un tipo societario distinto a la sociedad anónima receptada en nuestra Ley de Sociedades.¹⁶

Por último en torno a este punto la potencial conversión o la imposición a la emisora de la obligación de rescate desalientan al ofertante que no puede evaluar si dichas condiciones no implican un daño futuro a la sociedad o al menos constituyen situaciones con un amplio umbral de riesgo, pues conllevan un cambio significativo en la distribución futura del poder político.

4.4. Límite a la emisión

Franceschelli¹⁷, expresa que existe una contradicción de fondo en el proyecto italiano pues admitida la licitud de creación no es necesario limitar su emisión a la mitad del capital social (aquí al 30%) puesto que no son obligaciones ni representan deudas contra terceros que se garanticen con el capital social. Pero de admitirse la supresión del límite estaremos ante una figura jurídica distinta a la sociedad anónima. Si el *management* es sobresaliente en el futuro quizás las empresas puedan obtener el 100% de su capital por medio de la colocación de estas acciones aunque deba implementarse un mecanismo para que se elija el órgano de control y vigilancia. La complejidad del mercado accionario se demuestra día a día, tanto que cada vez es mas frecuente la intervención de bancos que faciliten y garanticen la colocación de las acciones.

También puede acudirse a ellos como aportantes de información de mercado, pues sopesan las cláusulas que hacen posible la colocación de la emisión y cuales las dificulta, siendo mas sensibles al temperamento de plaza que la C.N.V. aun dejando a salvo su buena voluntad de innovación.

¹⁶ Ver Editorial de La Nación del 4 de Julio de 1992.

¹⁷ Citado por Carmen ALBORCH BATALLER, *El Derecho de Voto del Accionista*, p. 353.

Su existencia, a diferencia de España¹⁸, en Argentina se reservó para las sociedades que cotizan en bolsa. En las abiertas se plasma una realidad subyacente: El inversor pasivo. En las cerradas parece que podrían apanarse con su inclusión figuras disvaliosas, como la existencia de socios aparentes (negocio jurídico indirecto).

En conclusión estimo que sería importante la incorporación por vía legal de la acción sin voto, rescatando la iniciativa de la Comisión Nacional de Valores en la creación de las acciones de participación, pero dando pautas claras de su reglamentación pues sólo la seguridad jurídica hará fructificar la figura. Para ello estimo conveniente el replanteo de las características reglamentarias de la acción sin voto, así como de los derechos y obligaciones que detenta y le son inherentes.

¹⁸ En España hallaron mayor (prácticamente excluyente) repercusión en las sociedades cerradas.