

# **APOSTILLAS EN TORNO AL MODERNO DERECHO CORPORATIVO. LINEAMIENTOS DE TRANSPARENCIA Y MERCADOS DE CAPITALES II**

FEDERICO JUAN MANUEL MANGOLD MORO

**“CONSIDERACIONES JURÍDICO - ECONÓMICAS EN TORNO AL  
RECIENTE DECRETO 677/01<sup>1</sup> RELATIVO AL RÉGIMEN DE  
TRANSPARENCIA DE LA OFERTA PÚBLICA EN EL ÁMBITO DE  
LA REPÚBLICA ARGENTINA”**

## **I. INTRODUCCIÓN AL TEMA. LOS LÍMITES DEL PRESENTE TRABAJO**

Tenemos dicho -desde hace un buen tiempo- *“Estamos presenciando una metamorfosis corporativa como no se ha visto antes en la historia económica del mundo y, con ella, los componentes ínsitos en la esencia del poder mismo también se distorsionan. Quizá, como lo ha sido siempre y al decir de TOFFLER, la riqueza se encuentra en el valor agregado que se incorpora, hecho este tradicionalmente aso-*

---

<sup>1</sup> Publicado en el Boletín Oficial de la República Argentina (“B.O.”) N° 29.656, Ira. Sec., del 28/05/2001, págs. 3 y ss.

ciado a la materia prima, que hoy es excluyentemente no otra que la "materia gris": el "conocimiento". Por ello, "conocer es poder", pero no solamente por ello. Quien "conoce" tiene una sabia expectativa que se aproxima a la certeza y moligera los riesgos propios de un mundo donde esta ha pasado a ser casi inexistente<sup>2</sup>. Aquí es donde cobran los instrumentos financieros derivados su verdadera razón de ser en tanto neutralizadores del referido riesgo [...] Pero es también allí donde se avisa la potencialidad de la falta de normas para el gobierno de situaciones proclives al lucro mediante una variada gama de situaciones vinculadas a negocios con títulos valores [...] La necesidad de adecuar el marco jurídico imperante a los requerimientos de un nuevo escenario global es, a no dudarlo, una asignatura pendiente que debe ser abordada con el mayor grado de diligencia posible. La tutela de los derechos de las minorías y su consecuente regulación del Mercado de Capitales debe imponerse de inmediato por imperio de la sanción de una ley que contemple la transparencia en los mercados de capitales y las prácticas del buen gobierno corporativo o "Corporate Governance" como lo ha designado la literatura extranjera<sup>3</sup>.

No fue feliz la acogida que se dispuso entonces a cuanto sustentábamos doctrinariamente<sup>4</sup> toda vez que se entendió -erróneamente

<sup>2</sup> Importante complementación se sigue de la reflexión de ODRIOZOLA -op. cit. en nota 8- quien apunta "Analizando las reformas incorporadas por el anteproyecto conviene destacar, dentro del primer título, la profundización del deber informativo. **Quien no esta informado, no puede valorar sus derechos.** Parecería interesante que en la Memoria se informe cual es la tendencia en la política de dividendos de la empresa, que naturalmente será fijada por la asamblea, y que pueda llevar una recomendación adecuada por parte del directorio. Apunta al mismo propósito informar cual ha sido la política de remuneración de los directores y gerentes"

<sup>3</sup> MANGOLD MORO, Federico Juan Manuel; "Lineamientos de Transparencia en los Mercados de Capitales" en "Sociedades y Concursos en el Mercosur"; Ed. Ad-Hoc; Buenos Aires; 1996; págs. 329 y ss.

<sup>4</sup> Y continuamos sosteniendo al presente, de lo cual dan cuenta nuestros numerosos trabajos sobre el particular, entre otros pueden consultarse MANGOLD MORO, Federico Juan Manuel: (I) "Apostillas en torno al Moderno Derecho Corporativo. Lineamientos de Transparencia y Mercados de Capitales", ponencia presentada a consideración del VI congreso Argentino de Derecho Societario y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa; hay publicación disponible en Ed. Ad-Hoc; Buenos Aires; 1996; págs. 89 y ss. (II) "Lineamientos de Transparencia en los Mercados de Capitales" en "Sociedades y Concursos en el Mercosur", ponencia presentada a consideración del Primer Encuentro Argentino Uruguayo de Institutos de Derecho Comercial"; hay publicación disponible en Ed. Ad-Hoc; Buenos Aires; 1996; págs. 329 y ss. (III) "El delito de Insider Trading y su oportuno resarcimiento. La función del iniciado en este contexto y la valoración del daño causado"; ponencia presentada a consideración del V Congreso internacional de Derecho de Daños, Buenos Aires, 1997; (IV) "Las operaciones de Portage, los Calls, los Puts, los Barbers, las Contingencias Contables y la esperada Transparencia en los Mercados de Capitales" ponencia presentada a consideración de las IV Jornadas de Institutos de derecho Comercial de la Repúbl i-

a nuestro criterio- que "...el rol del Estado no debía incrementarse..."<sup>5</sup>, con lo cual se dio por tierra con toda expectativa en la materia<sup>6</sup>.

Sin embargo en la actualidad, calificados especialistas se alinean con nuestra postura<sup>7</sup>, lo cual nos reconforta.

---

ca Argentina, hay publicación disponible en "Empresa y Mercosur: Integración, Sociedades y Concursos", Ed. Ad-Hoc., Buenos Aires, 1997, págs. 297 y ss. (V) "Breve síntesis de los más recientes aportes internacionales para la tutela de terceros en materia de derivados financieros" ponencia presentada a consideración de las VIII Jornadas de Institutos de Derecho Comercial de la República Argentina, hay publicación disponible en "La Protección de los Terceros en las Sociedades y en los Concursos"; Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2000, págs. 401 y ss. (VI) "El nuevo rol de la escisión" en "Algunas cuestiones interdisciplinarias sobre temas contables, tributarios y derivados del uso de instrumentos financieros derivados"; ponencia presentada a consideración del VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, hay publicación disponible como "La Sociedad Comercial ante el Tercer Milenio"; Ed. La Ley; Buenos Aires; 1998, T. IV; págs. 156 y ss. (VIII) "La compatibilidad de intereses frente al problema de la falta de transparencia en el ámbito de la oferta pública, y las inversiones extranjeras en el país", ponencia presentada a consideración de las III Jornadas de Institutos de Derecho Comercial de la República Argentina "Grupos Societarios. Configuración de Responsabilidades Contractuales, Societarias y Concursales"; Mendoza; Argentina; 1995; (IX) "Apostillas en torno a la fusión societaria y la Toma de Control. La función del <iniciado> en este contexto y la valoración del daño"; ponencia presentada a consideración de las "Jornadas Internacionales de Derecho comercial y II Encuentro Uruguayo Argentino de Institutos de Derecho Comercial"; Colonia del Sacramento; República Oriental del Uruguay, 1997, (X) "Los <Tender Offers> y la concursabilidad de los agrupamientos"; ponencia presentada a consideración de las "Sextas Jornadas Bonaerenses de Derecho Civil, Comercial y Procesal"; Junín; Buenos Aires; 1994; hay publicación disponible como: "Cuestiones a Resolver por la Reforma de la Ley de Concursos"; ERREPAR Revista de Doctrina Societaria, Buenos Aires, Marzo de 1995, N° 88, págs. 851 y ss.-

5 Ello entendemos producto del furor privatista de la época, en que el Estado intentaba tercerizar la prestación de servicios públicos tradicionalmente bajo su gobierno, circunstancia que dista por mucho de la desatención del poder de policía elemental en materia de regulación de mercados de capitales o en cuanto refiere a los códigos de fondo, por caso la Ley de sociedades Comerciales ("LSC").

6 Al respecto pueden consultarse en: "VI Congreso Argentino de Derecho societario y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa" Conclusiones; Ed. Ad-Hoc.; 1995, pág. 62: "Destino de las Multas Aplicadas por la CNV al Insider Trading" los términos en los cuales fuera rechaza la ponencia.- Al respecto abunda en nota número 4 de nuestro "Lineamientos..."; op. cit. donde dábamos cuenta de que la conclusión arribada por la comisión que trato el tema refería únicamente un aspecto solo del trabajo, a o cual sostuvimos "... Me reservo mi opinión por entender que no es acertada la óptica desde la cual se pretende vislumbrar el asunto, es sabido el necesario poder de policía que debe imponerse para que sea posible el mantenimiento de las pautas de sana convivencia, con independencia que estas sean veladas por organismos dependientes del Estado (entiéndase por tal a modo ejemplificativo los entes reguladores) lo cual no obsta a la existencia de organismos, es mas surgen como necesarios en una economía compleja, como lo demuestra el Convenio de Autorregulación Imperante en el Ambito de los Valores Mobiliarios de la República Argentina".

7 Entre otros véase ODRIOZOLA, Carlos -coautor de la LSC-; FERRO; Gustavo; ABADIE, Fabián; VIDELA, Jorge (h); LEFORT, Fernando; EIZIRIK, Nelson; MANOVIL, Rafael; "El Anteproyecto de Ley de Transparencia y de Mejores Practicas para el Gobierno de las Sociedades" en Cámara de Sociedades Anónimas (CSA) -Universidad Argentina de la Empre-

Entendemos que el “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública”<sup>8</sup> [“RTOP”] es un elemento necesario en estos “nuevos mercados” de capitales donde se observa una “... transformación de la tradicional apatía de los socios titulares del capital disperso de las sociedades anónimas. Estos socios se concentran ahora en Fondos de Pensión, las Compañías de Seguro y los Bancos los cuales han comenzado a adquirir en Estados Unidos una presencia muy significativa. Son accionistas que hacen sentir que su capital está allí invertido y que consecuentemente tiene que ser adecuadamente atendido”<sup>9</sup>.

Sin perjuicio de ello, la entidad jurídica del RTOP no le confiere en modo alguno legitimidad para alterar el régimen de la LSC<sup>10</sup>, el cual, por lo demás, le ha sido expresamente vedado,<sup>11</sup> En punto a ello,

<sup>8</sup> *sa (UADE) “Mercado de Capitales: Una agenda de investigación que derive en propuestas positivas”* Panel de discusión sobre el anteproyecto “*Ley de Transparencia y de Mejores Prácticas para el Gobierno de las Sociedades*”; hay publicación disponible en un inserto de la Revista Información Empresaria, Publicación de la Cámara de Sociedades Anónimas; N° 280, Buenos Aires, Abril de 2001, pág. 39, donde se abunda en las conclusiones del referido trabajo— el que puede ser también consultado en [www.camsocanon.com](http://www.camsocanon.com) en estos términos: “*El estudio enfatiza la necesidad de contar con un mercado de capitales propio y la relación directa entre su desarrollo y el crecimiento del PBI. También se analizan las variables que determinan los costos de financiamiento del sector privado en la Argentina, entre otros, el alto retorno de los títulos públicos, la fuerte iliquidez, la presencia de vacíos legales en lo que respecta al derecho de rescate de acciones la falta de tradición en el pago de dividendos y los altos spreads operativos. [...] La nueva normativa debe sustentarse en una adecuada ponderación del equilibrio que debe primar entre los deberes y obligaciones de los participantes del mercado [ante lo cual el Sr. Presidente de la CSA señaló] la preocupación de la entidad por la preservación del principio del debido proceso y la separación de instancias en la actividad de investigación del organismo de control. Como parte del acto, los Dres. Fernando Lefort (Chile) y Nelson Eizirik (Brasil) analizaron el proceso de incorporación de normas referidas al buen gobierno corporativo en las regulaciones y autoregulaciones de sus respectivos mercados, describiendo la evolución decreciente en dichos países, tras las modificaciones incorporadas*”.

<sup>8</sup> Denominación final que identifica al Decreto 677/01 publicado en el Boletín Oficial N° 29.656, 1° Sección, págs. 3 y ss. lunes 28 de mayo de 2001.

<sup>9</sup> ODRIOZOLA, Carlos, op. cit.; e igualmente interesante resulta el aporte de RONCERO SÁNCHEZ, Antonio, *Los Inversores Institucionales y el Denominado Gobierno Corporativo*; en VELAZCO, E. G., *El Gobierno...*; op. cit., págs. 665 y ss.

<sup>10</sup> Sin necesidad de remitirnos a un análisis jurídico estructural Kelseniano “...*la relación de la norma al espacio y al tiempo constituye el dominio de validez espacial y temporal de la misma, en tanto la proposición enunciativa en el sentido lógico del término conlleva la prelación que le confiera (en sentido estricto) coacción para regular conductas humanas no solo entre sí, sino entre las normas mismas*” [KELSEN, Hans, *El Orden Jurídico en Teoría Pura del Derecho*; Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1979, págs. 44 y ss. ] por caso para comprender la supuesta sustentación jerárquica del rango de las normas involucradas, coincidimos en que el decreto carece de potestad constitucional suficiente para modificar la estructura de una ley vigente, en tanto norma de categoría superior, como no se nos escapa.

<sup>11</sup> En efecto, la Ley 25.414 [Delegación del ejercicio de atribuciones legislativas. Materias determinadas de su ámbito de aplicación. Emergencia pública. Alcances] publicada en el Boletín Oficial (“BO”) N° 29.620, expresamente le constriñe tal acción respecto de determinados supuestos, entre otros los contemplados en el artículo 1 [“*Facúltase al Poder Ejecutivo*”

no se alcanzan a comprender las razones por las cuales el legislador del RTOP lo invoca expresamente en el visto<sup>12</sup>, apelando circunstancias extremas que le sirven de fundamento para la continuidad de la desregulación económica, con lo cual puede derogar o modificar normas de rango legislativo de orden nacional en caso de entenderlas perjudiciales para la competitividad de la economía (sic) y entonces habla de modificar la “...Ley N° 17.811<sup>13</sup> y sus modificaciones, la Ley 24.083<sup>14</sup> y sus modificaciones...” encubriendo una indirecta -y no menor- reforma de aquellos institutos que han sido objeto de expresa y categórica exclusión dentro de las facultades delegadas - “...**exceptuando expresa e integralmente toda derogación, modificación y suspensión del Código de Comercio...**”- esto es entre otras, la Ley de Sociedades Comerciales 19.550<sup>15</sup>.

A ello debemos incorporar que la aproximación doctrinaria que se impone para el estudio de cada instituto comprendido dentro del RTOP encuentra, de momento, una valla en las recurrentes potestades reglamentarias delegadas a la Comisión Nacional de Valores<sup>16</sup>

*Nacional al ejercicio de las siguientes atribuciones hasta el 1° de marzo del año 2002], inciso II, apdo. e) , en los siguientes términos: “Dar continuidad a la desregulación económica derogando o modificando normas de rango legislativo de orden nacional solo en caso que perjudiquen la competitividad de la economía, **exceptuando expresa e integralmente toda derogación, modificación y suspensión de la Ley de Convertibilidad N° 23.928, de los Códigos Civil, de Minería y de Comercio o en materia penal, tributaria, laboral del sector público y privado, saluda previsional, de las asignaciones familiares, la Ley Marco regulatorio del Empleo Público (N° 25.164) y la Ley N° 25.344 de Emergencia Pública, en lo referido al pago de la deuda previsional con Bonos Bocon III, contenidos en el artículo 13 de la mencionada Ley”** (la negrita es nuestra).*

<sup>12</sup> “Visto el Expediente N° 001-001306/2001 del Registro del MINISTERIO DE ECONOMÍA, lo dispuesto por la Ley N° 17.811 y sus modificaciones, la Ley N° 24.083 y sus modificaciones y las atribuciones conferidas al PODER EJECUTIVO NACIONAL por el artículo 1, inciso I, apartado d), e inciso II apartado e) de la Ley 25.414... (la negrita es nuestra).

<sup>13</sup> Comisión Nacional de Valores. Oferta Pública de títulos valores (BO 16-07-68).

<sup>14</sup> Fondos Comunes de Inversión. Régimen Legal. Dirección y Administración. Sindicatura. Reglamento. Depósitos. Bienes. Indivisión. Certificados. Suscripción y Rescate. Tratamiento impositivo. Utilidades. Publicidad. Rescisión. Fiscalización. Sanciones. Derogaciones. Plazo. (BO, 18-06-92)..

<sup>15</sup> T.O. Decreto 841/84.

<sup>16</sup> “La Comisión Nacional de Valores (CNV) ha formado un equipo para estudiar la reglamentación de más de treinta artículos que desarrollarán el decreto de Régimen de Transparencia de la Oferta Pública. Este trabajo forma parte de la reformación del mercado de capitales de la argentina. La CNV creo una comisión interna, la cual ya se ha puesto a trabajar en la reglamentación de varios artículos, aseguró Carlos Weitz, presidente del mencionado organismo durante una jornada organizada por la Cámara de Sociedades Anónimas bajo el título Régimen de Transparencia de la Oferta Pública. Asimismo, y con una movida similar a la utilizada al momento de darse a conocer en público un anteproyecto de Ley de Transparencia y Mejores Practicas en diciembre de 2000, Weitz puntualizo que, antes del 15 de noviembre, pondremos en nuestro sitio de internet, durante un mes, un anteproyecto completo con las reglamentaciones, a la espera de comentarios de aquellos que quieran aportar elementos y

("CNV"), con lo cual toda natural pretensión de abordar el tema en profundidad deviene, parcial y circunstanciado a este contexto<sup>17</sup>. Frente a este panorama, se condicionan los límites del análisis que se efectuara seguidamente, en mérito de lo cual se habrán de plantear interrogantes vinculados a cuestiones que reflejan una mutación de esquemas tradicionales dentro del derecho corporativo o del mercado de capitales en su conjunto, dejando para otra oportunidad -en ocasión

---

*dar enfoques distintos. Entre tanto, Weitz señala que la comisión interna creada para este fin esta integrada por los abogados Alberto Rabinstein, Fernando Calvete y Cipriano Rodriguez, todos ellos integrantes de la CNV. Cabe recordar que el decreto 677/01 (con rango de ley) ya que fue concebido bajo los poderes especiales otorgados al Poder Ejecutivo por los legisladores nacionales) fue aprobado a mediados de mayo y establece que el organismo que preside Weitz tiene hasta 180 días hábiles para reglamentarlo, por lo que la versión final debería conocerse a no mas tardar a mediados de febrero de 2002. Asimismo, la CNV tendrá en cuenta a The Boston Consulting (encargada de reformar el mercado) cuando deba expedirse. [Un pormenorizado análisis se sigue de la investigación llevada a cabo por The Boston Consulting Group, bajo el título "Desarrollo y Transformación del Mercado de capitales de la argentina", que fuera presentado a consideración del a Convención Anual de Bancos de la República Argentina ABA, por el Dr. Antonio RIERA, el 25 de junio de 2001, el cual se encuentra disponible en [www.aba.argentina.com](http://www.aba.argentina.com)] Estamos iniciando un proceso para reglamentar un sinnúmero de artículos, un proceso que será dinámico, abierto y participativo, señalo Weitz, quien además se disculpo frente a los asistentes por no dar ningún detalle acerca de hacia donde apuntarán las reglamentaciones del organismo. No quería comprometer ideas de la CNV sin que no estuviesen realmente discutidas, digeridas... les pido que me excusen, concluyo" "La CNV inicia el reglamento del Régimen de Transparencia. En noviembre publicará en Internet un anteproyecto". El Cronista; Buenos Aires; Finanzas y Mercados, viernes 6 de julio de 2001; pág. 17. El referido evento realizado por la Cámara de Sociedades Anónimas (CSA) el 05/07/01 contó con la presencia de destacados participantes y calificados disertantes -Lic. Bonnie SANTIAGO; Dr. Héctor ALEGRIA; Dr. Hugo MEDINA; Dr. Alfredo ROVIRA y Dr. Carlos WEITZ, bajo la coordinación del Dr. Jorge N. VIDELA (h) en su carácter de presidente de la CSA (por lo cual, las referencias que a lo largo del presente trabajo se hagan indistintamente a la CSA o al Dr. VIDELA, corresponden a éste en tal carácter). El autor desea manifestar su reconocimiento a los oradores por los importantes conceptos vertidos en las respectivas disertaciones, parte de los cuales se reproducen a lo largo de esta análisis y en especial a los miembros de la CSA -Dr. Eduardo BACQUÉ, Dr. Jorge N. VIDELA (h); Dr. Carlos PERRONE y a la Sra. Ana SCORNIK por su permanente predisposición y por los documentos elaborados por la CSA de inestimable valor sobre el particular, los cuales han sido generosamente ofrecidos para utilización en el presente trabajo, en particular el valioso aporte comparativo que integra el Anexo I "Facultades Reglamentarias Delegadas a la C.N.V. por el Decreto con Fuerza de Ley 677/01" y el Anexo II "Ley Nro. 17.811 con las Modificaciones Introducidas por el Decreto 677/01" todos ellos de su autoría. Similar gratitud me cabe para con el Sr. Horacio ALDAY constante e inestimable fuente de aportes legislativos y reglamentarios y al Dr. Mariano GAGLIARDO, quien me facilitara -con la amabilidad siempre- su estudio "Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (Decreto n° 677/01) y ciertos alcances en la Ley 19.550 (T.O. Decreto 841/84)" [Comunicación Efectuada el 21/06/2001 en el Instituto de Derecho Empresarial de la Academia Nacional de Derecho] y a los señores Luciana DI MARCO, Alexis PEJACSEVICH y Fabián DUFAU, quienes han sabido cubrir diligentemente mis ausencias profesionales.- A toso ellos mi mas cálido y sincero agradecimiento.*

<sup>17</sup> A los efectos prácticos acompañamos un anexo sobre el particular, conjuntamente con las reformas introducidas a la Ley 17.811 por el RTOP.

de encontrarse reglamentado el decreto<sup>18</sup>- las aspiraciones incumplidas en el presente.

## II. EL PORQUE DE ESTE RÉGIMEN

Cual es el alcance de la tutela del instituto y cuales son los objetivos del RTOP, lo hallamos, entre nosotros, en los considerándos que fundamentan la razón de ser de este régimen. Así se habla de:

(i) *“instaurar un estatuto de los derechos del consumidor financiero”<sup>19</sup>, abordando [...] los aspectos de transparencia en el*

<sup>18</sup> De hecho, la CNV ya ha procedido a paliar ciertos efectos distorsivos del RTOP respecto de la interpretación tradicional que, conforme la hermenéutica de la norma, venimos realizando – diríamos doctrinaria y jurisprudencialmente de manera uniforme – de la LSC. Así, por imperio de la Resol. Gral CNV N° 371 “Interpretación del artículo 38 del decreto N° 677/01” se resuelve incorporar como artículos 14 y 15 del Capítulo XXVII Disposiciones Generales de las NORMAS (N.T. 2001) los siguientes:

### **XXVII.6 INTERPRETACIÓN DEL ARTÍCULO 38 DEL DECRETO N° 677/01**

**ARTÍCULO 14.-** *El ámbito de aplicación del artículo 38 del decreto 677/01 no comprende a las cuestiones vinculadas con la existencia y forma de una sociedad comercial constituida en el extranjero, las que deben regularse de acuerdo con lo establecido en el artículo 118 de la Ley 19.550. En Particular no están comprendidas bajo la jurisdicción del tribunal arbitral todas las acciones derivadas de la ley aplicable al lugar de constitución del emisor extranjero, incluso las demandas de impugnación de resoluciones de los órganos sociales y las acciones de responsabilidad contra sus integrantes o contra otros accionistas, así como todas las acciones de nulidad de cláusula de los estatutos o reglamentos societarios.* [la negrita es nuestra].

**ARTÍCULO 15.-** *Las cuestiones específicas del derecho del mercado de capitales deben regularse por el derecho argentino y, en todo caso, es obligatorio el sometimiento por parte de las entidades cuyas acciones, valores negociables, contratos a término y de futuros y opciones coticen o se negocien dentro de los ámbitos de entidades autoreguladas a la jurisdicción del Tribunal Arbitral permanente creado en el seno de las mismas*

Por lo demás, el Reglamento CNV T.O. 2001 contempla expresamente en su Libro 6. TRANSPARENCIA, en el Capítulo XXI [TRANSPARENCIA EN EL ÁMBITO DE LA OFERTA PÚBLICA] los siguientes tópicos:

[XXI.1 Ámbito de Aplicación] [ XXI.2 Obligaciones impuestas a participantes en el ámbito de la oferta pública] [XXI.3 Deber de guardar reserva] [XXI.4 Deber de lealtad] [XXI.5 Obligaciones de Entidades Autoreguladas] [XXI.5.1 Publicidad de operaciones y otros aspectos] [XXI.6 Oferta pública de adquisición y venta de acciones] [XXI.7 Conductas contra la transparencia en el ámbito de la oferta pública] [XXI.7.1 Prohibición de utilizar información privilegiada en beneficio propio o de terceros] [XXI.7.2 Manipulación y fraude en el mercado] [XXI.7.3 Prohibición de intervenir en la oferta pública en forma no autorizada] [XXI.8. Procedimiento aplicable] [XXI.8.1 Deber de Colaboración] [XXI.8.2 Expresión uniforme del valor de mercado de los títulos públicos y otros valores representativos de deuda] [XXI.9. Registro público de sanciones] [XXI.10. Formación de precios en los mercados]; siguen varios Anexos.

<sup>19</sup> Esquema contemplado específicamente en el art. 42 de la Constitución Nacional (“CN”) sancionada por el Congreso General Constituyente el 22 de agosto de 1994 en los siguientes términos: *“Los consumidores y usuarios de bienes y servicios tienen derecho, en la relación de consumo, a la protección de su salud, seguridad e intereses económicos; a una información adecuada y veraz; a la libertad de elección y a condiciones de trato equitativo. Las auto-*

*ámbito de la Oferta Pública y avanzando en el establecimiento de un marco jurídico adecuado que eleve el nivel de protección del ahorrista en el mercado de capitales*<sup>20</sup>;

- (ii) *“la mayor importancia relativa del sector privado en la creación de riqueza, el surgimiento de los llamados “Inversores Institucionales” -de los que nos habla ODRIÓZOLA- como agentes principales de la canalización del ahorro y la disociación de la propiedad de las empresas con respecto a su dirección*<sup>21</sup> [...] *contexto que ha promovido la conciencia a nivel mundial sobre la importancia de contar con adecuadas prácticas de gobierno corporativo*<sup>22</sup> *y con un marco regulatorio que consagre*

*ridades proveerán a la protección de esos derechos, a la educación para el consumo, a la defensa de la competencia contra toda forma de distorsión de los mercados, al control de los monopolios naturales y legales, al de la calidad y eficiencia de los servicios públicos y a la constitución de asociaciones de consumidores y usuarios. La legislación establecerá procedimientos eficaces para la prevención y solución de conflictos y los marcos regulatorios de los servicios públicos de competencia nacional previendo la necesaria participación de las asociaciones de consumidores y usuarios y de las provincias interesadas, en los organismos de control”.*

- <sup>20</sup> Con las precisiones apuntadas por ODRIÓZOLA respecto de la mutación de los ahorristas-accionistas recordamos que “...los socios titulares del capital disperso de las sociedades anónimas se concentran ahora en Fondos de Pensión, Compañías de Seguro y Bancos los cuales han comenzado a adquirir en Estados Unidos una presencia muy significativa. Son accionistas que hacen sentir que su capital esta allí invertido y que consecuentemente tiene que ser adecuadamente atendido”.
- <sup>21</sup> Con relación al particular, véase el interesante aporte de DRUCKER, Peter; *Las Nuevas Realidades*; Ed. Sudamericana; Buenos Aires, 1990, y en especial el trabajo de AGUINIS, citado en nota 49.
- <sup>22</sup> Entendemos que las normas de buena conducta y buen gobierno de la sociedad no deben ser impuestas por ley, sino que deben resultar de una decisión voluntaria de adhesión. Por caso, la reforma de la Ley de sociedades por Acciones de Brasil al proteger los derechos de las minorías dentro de sus postulados, tiene en cuenta principios del buen gobierno corporativo, lo cual ha generado un fuerte debate en el tramite parlamentario -en que se encuentra el proyecto actualmente- frente a dos posturas encontradas, por un lado los controladores de las compañías abiertas -que están en contra del proyecto- frente a los inversores institucionales y el gobierno mismo, que impulsa la reforma ya que luego del “...proceso de privatizaciones, el Banco Nacional de Desarrollo se ha convertido hoy en socio minoritario de muchas de las compañías privatizadas.” Así las cosas, el propio mercado ha reaccionado a favor de esta corriente incorporando voluntariamente a los estatutos de algunas compañías los principios del buen gobierno corporativo. Por lo demás existe un segundo gran movimiento del propio mercado, que constituye la iniciativa mas importante, esta ocurriendo en el ámbito de la Bolsa de valores de San Pablo, y se llama “Novo Mercado”. “Se inspira en una iniciativa ocurrida en Alemania, y constituye básicamente un segmento de cotización que se destina a negociar las acciones emitidas por compañías que se comprometen voluntariamente a adoptar la practica del buen gobierno corporativo.” Respecto a los requisitos básicos de esta modalidad los trataremos a las “Prácticas del Buen Gobierno”. Sin perjuicio de lo cual podemos adelantar que la Bolsa de san Pablo (“BOESPA”) esta estableciendo dos niveles de cotización de empresas, según se tengan en vista las prácticas del buen gobierno corporativo, por lo cual las clasifica en “nivel 1” o “nivel 2” siendo el propósito de ello que “...las Compañías que se coticen en el Nivel 1 pasen al Nivel 2 y en el futuro al nuevo mercado [...] En Brasil hay ahora 996 com-



*jurídicamente principios tales como los de "información plena" "transparencia", "eficiencia", "protección del público inversor", "trato igualitario entre inversores" y "protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros" [...siendo que...].*

**(iii)** *que desde la perspectiva de los mercados financieros globalizados, las buenas practicas de gobierno son un valor reconocido que influye en la respectiva tasa de riesgo<sup>23</sup> [...] que*

---

*pañías, que se negocian públicamente, de las cuales 455 cotizan en la Bolsa de valores de San Pablo. Las demás son negociadas en el over the counter market. De esas 455 se estima que 51 Compañías se encuentran en condiciones de cotizar en el Nivel 1 ya que presentan prácticas razonables. El 6% del total de las cotizadas en bolsa podrían encuadrarse en el Nivel 2 y se considera que en el presente no son mas que 7 compañías, es decir el 2% del total de las compañías cotizadas las que estarían en condiciones de encuadrarse en el nuevo mercado". Resulta claro que aún cuando se establece un mercado de regulación voluntaria, las empresas se encuentran lejos de los niveles exigidos. (fuente: EIZIRIK, Nelson; "La reforma de la ley de sociedades en Brasil y el Novo Mercado de Boespa"; op. cit. cuyas características determinantes la configuran: (i) que la sociedad tenga única y exclusivamente acciones con voto, no se aceptan acciones sin derecho de voto o con cualquier restricción al derecho de voto, (ii) que la sociedad realice distribuciones públicas de las acciones que aseguren un efectivo floating de su capital, (iii) que la sociedad tenga en el mercado negociándose como mínimo el 25% del capital, (iv) que la sociedad asegure a todos los accionistas el derecho al tag along, o sea que recibirán la prima de control en caso de su venta por el controlador, (v) la sociedad debe poner a disponibilidad el balance anual siguiendo las normas de padrones internacionales de contabilidad, (o del U.S. GAP o del IAS GAP), (vi) que en caso de cierre de su capital o de retiro voluntario de cotizaciones la compañía debe hacer una oferta pública de adquisición al valor económico, o sea un valor calculado en el flujo de caja de contado además, (vii) la sociedad debe asegurar que en el consejo de vigilancia los accionistas minoritarios tengan siempre un miembro más que el accionista de control, comprometiéndose asimismo a que todas las gestiones que surjan relativas a conflictos entre el controlador y los minoritarios serán decididos o juzgados por una Cámara de Arbitraje que será creada por la Bolsa de Valores de San Pablo (en punto a esto, nuestro RTOP contempla una alternativa similar que ha sido saludada con beneplácito, casi de manera unánime, por la doctrina nacional).*

<sup>23</sup> *Interesantes conceptos aporta con relación al crecimiento económico el estudio efectuado por la CSA previamente citado: "Un estudio referido a 32 mercados emergentes reveló, además, que el desarrollo del mercado bursátil, como segmento particular de la intermediación financiera, guarda una relación de correlación directa con el crecimiento económico. Este conjunto de relaciones permite afirmar la complementariedad entre el mercado de crédito y el mercado de capitales. Por otro lado la propensión de los administradores de fondos institucionales internacionales a aplicar recursos en los títulos valores emitidos en sus propios mercados, en razón de su proximidad ("home bias"), sobrepasando el nivel óptimo de diversificación de portafolios, permite colegir, transpolando esta relación, que los países emergentes deben contar con un mercado de capitales propio para facilitar tanto a los emisores. Esta conclusión reviste particular importancia en Argentina donde los destinatarios del Mercado de capitales son empresas medianas que padecen de un elevado costo de financiamiento y donde los inversores internacionales (AFJP) pueden potencialmente proveer una demanda atento la saturación de sus carteras según los criterios de diversificación vigentes. Verificada esta conveniencia debe analizarse desde el punto de vista microeconómico cuales son los obstáculos que encuentra el mercado de capitales en nuestro país, para lograr desarrollarse. El trabajo comprueba que el aumento de riesgo, derivado del financiamiento del sector público, afecta a los restantes activos del sector financiero, porque el retorno de los títulos pú-*

*la mayoría de las reformas que contempla [el RTOP] incorporan tendencias mundiales referidas a practicas de gobierno corporativo, que ya han sido adoptadas por muchos de los llamados mercados emergentes...*<sup>24</sup>

- (iv) *integrar mercados de valores con las fuentes de ahorro institucional y con los inversores individuales, fomentando una cultura de inversión en acciones y otros instrumentos financieros para lo cual afirma el principio de libertad de títulos que ya se encontraba contemplado en nuestro derecho positivo -artículo 40 de la ley de Emergencia Económica<sup>25</sup> y artículo 1752 del Proyecto de Código Civil de la República Argentina Unificado con el Código de Comercio<sup>26</sup>, redactado por la Comisión designada por Decreto 685/95-*

---

*blicos es la base de calculo del costo de oportunidad. En efecto, el retorno ofrecido por los títulos emitidos por el Estado determina, por comparación, la viabilidad o inviabilidad de los proyectos de inversión del sector privado. Pero este fenómeno, conocido en la literatura financiera como "crowding out", tiene otras manifestaciones que podrían ser caracterizadas como regulatorias. Se trata de normas que crean asimetrías para facilitar el financiamiento del Soberano. Así, leyes tales como las que permiten a AFJP y Compañías de Seguros valorar las aplicaciones en títulos públicos a precio de compra mas la tasa interna de retorno devengada, favorecen la aplicación de estos instrumentos frente a los emitidos por el sector privado, que no cuentan con esta facilidad. [...] También es del caso citar que el aumento del riesgo soberano provoca altos niveles de volatilidad los que a su vez aumentan la inelasticidad de la demanda de títulos valores. Esto es, a cualquier tasa que se pretenda colocar una emisión, esta no es demandada atento a que el elevado riesgo soberano literalmente ha cerrado el mercado. La primera conclusión a que arriba el trabajo es que la disminución del fenómeno del crowding out, tanto financiero como regulatorio, constituye una precondition del desarrollo de un mercado de capitales." CSA; "Mercado de Capitales. Una agenda de investigación..." ; op. cit.; hoja 1 y ss. Pueden consultarse también sobre este tópico: la meritoria investigación de FIEL, *Una Política Económica para la Década* presentada en la Reunión Anual de Bancos de la república Argentina ("ABA") citada en nota 24 y, en el mismo evento del panel que trato el tema "Bases para el Fortalecimiento del Mercado de Capitales en la argentina", en particular las disertaciones y exposiciones de Daniel MARX; Guillermo A. FRETES; Martín REDRADO; Pablo de ESTRADA y Julio A. PIEKARZ. Sin perjuicio de poder abundar en el ya clásico *"El Mercado de capitales en Argentina"*, Banco Interamericano de Desarrollo; Delttec Panamericana Sociedad Anónima, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Gráfica Panamericana, México DF, 1968.*

<sup>24</sup> Trataremos el tema in extenso al considerar las *"Practicas del Buen Gobierno"*.

<sup>25</sup> Emergencia Económica. Ley 23.697 – BO N° 26.725, 25/09/89 Artículo 40: *"Las sociedades de capital y cooperativas tendrán libertad para emitir títulos valores en serie ofertables públicamente, en los tipos y con las condiciones que ellas mismas elijan. Se comprende en esta facultad a la denominación del tipo o clase de títulos, su forma de circulación, garantías, rescates, plazos, convertibilidad o no, derechos de los terceros portadores y cuantas más regulaciones hagan a la configuración de los derechos de las partes interesadas. Esta facultad deberá ejercerse conforme a la Ley n° 17.811 y demás disposiciones normativas pertinentes"*.

<sup>26</sup> Proyecto de Código Civil de la República Argentina Unificado con el Código de Comercio, redactado por la Comisión designada por Decreto 685/95- hay publicación disponible, Ed. Abeledo-Perrot; Buenos Aires 1999, pág. 471- artículo 1752: *"Libertad de Creación. Cualquier persona puede crear y emitir títulos valores en los tipos y condiciones que elija. Se*

- (v) *modificar el marco legal vigente, estableciendo adecuadas practicas de gobierno corporativo en aquellos aspectos que son de natural competencia del sector público* (la negrita es nuestra), a los efectos de favorecer el desarrollo de nuestro mercado de capitales sobre la base de una mayor transparencia. Adviértase aquí la necesidad de cuanto postulábamos y el contrasentido de las erróneas conclusiones arribadas oportunamente por el VI Congreso Argentino de Derecho Societario y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, cuyo tratamiento fue objeto de las notas 5, 6 y 7 del presente trabajo, a las cuales remitimos.
- (vi) incorporar una serie de valiosas definiciones *“cuyo fin es el de precisar con mayor claridad ciertos conceptos que resultan fundamentales en la estructura del régimen.”* receptando la concepción de los “valores negociables” como sustituto del tradicional concepto de “título valor” el que fuera *históricamente identificado con la forma cartular de los valores*, siendo que el nuevo concepto que se introduce abarca aún los valores escriturales o anotados en registros contables, *modalidad casi excluyente cuando se trata de valores emitidos o agrupados en serie en el mercado de capitales*. Frente a lo cual, disociado que resulte el valor negociable de una determinada formula de instrumentación jurídica se va de lleno al “contrato de inversión” o “investment contract” del derecho americano, con lo cual se adopta un concepto universal más cercano al de “security” anglosajón *superándose el carácter formalista predominante con el anterior concepto de “título valor”*, destacando entre sus características la negociabilidad y la agrupación en emisiones<sup>27</sup>.

---

*comprende en esta facultad la denominación del tipo o clase de título, su forma de circulación con arreglo a las leyes generales, sus garantías, rescates, plazos, su calidad de convertibles o no en otra clase de títulos, derechos de los terceros titulares y más regulaciones que hagan a la configuración de los derechos de las partes interesadas, que deben expresarse con claridad. Solo pueden emitirse títulos abstractos no regulados por la ley, cuando se destinen a ofertarse públicamente con el cumplimiento de los recaudos de la legislación específica, y también cuando los emisores sean entidades financieras, de seguros o fiduciarios financieros.”*

<sup>27</sup> No abundaremos de momento sobre el particular destacando sí cierta bibliografía relevante sobre el tema para quienes estén interesados en su consulta: RICHARD, Efraín, *Acciones escriturales*, Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones (“RDCO”), Cuadernos, N° 3, Separata de los números 95 a 98, págs. 67 y ss., en especial 75 y ss., Ed. Depalma, Buenos Aires, 1985. Y del mismo autor *“Los agentes económicos y los títulos de crédito”*, ponencia presentada a consideración de las Sextas Jornadas Bonaerenses de Derecho Civil, Comercial y Procesal, Junín, Buenos Aires, Argentina, 1994.; ALEGRÍA, Héctor, *Las desmaterialización de los títulos valores*, RDCO, 21-126; CACHON BLANCO, José Enrique, *El principio jurí-*

- (vii) *un ítem que resulta fundamental a nuestra inteligencia -y constante predica, como se vio- lo constituye el relativo a la "...previsión relacionada con la información que deben suministra las emisoras, los intermediarios y otros participantes en el ámbito de la oferta pública, la reserva que deben guardar quienes acceden a información privilegiada, la conducta que deben seguir los intermediarios, las obligaciones de las entidades autorreguladas y la tipificación expresa de ciertas conductas consideradas contrarias a la transparencia", todo lo cual será brevemente considerado mas adelante*<sup>28</sup>;
- (viii) *el deber de lealdad y diligencia*<sup>29</sup>, reafirmandose como principio rector de la actuación de los administradores de los emisores el "interés social"<sup>30</sup> al que -revolucionariamente a nuestra clásica concepción seguida del magistral encaminamiento que le confiriera el versado Profesor Jaime Luis ANAYA, con su voto en autos Sanchez c/Banco Avellaneda<sup>31</sup>- lo precisa hoy como "el interés común de todos los accionistas, lo cual incluye en el ámbito de las sociedades que acuden al mercado de capitales, la

---

*dico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil ("RDBB"); Centro de Documentación Bancaria Y Bursátil; págs. 636 y ss., con especial reparo en el punto V. "Normas de conducta del Mercado de valores" -págs. 668 y ss.-; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores*, RDBB, N° 63, Madrid, 1996, págs. 561 y ss.; DE EIZAGUIRRE, José María, *La opción por el concepto amplio de título valor*, RDBB, págs. 10 y ss.; entre otros calificados trabajos.

- <sup>28</sup> Quienes deseen profundizar sobre el particular pueden consultar nuestros trabajos citados en nota 5.
- <sup>29</sup> Que cree innecesarios también incorporar Odriozola cuando sentencia con acierto "Nuestra ley, en este aspecto, contiene todos los principios necesarios para hacer respetar el interés social, para hacer que la conducta de los administradores sea la debida, conforma a criterios de honestidad y deber de lealtad, y de los buenos criterios profesionales a los que deben ajustar sus conductas No obstante lo primero que se desea del administrador social es que sepa manejar el negocio que se esta poniendo en sus manos; conf. ODRIOZOLA, op. cit. Sobre el particular también puede consultarse el interesante aporte de PORTELLANO DÍAZ, Pedro, *Deber de Fidelidad de los Administradores de Sociedades Mercantiles y Oportunidades de Negocio*, Cívitas, Madrid, 1996.
- <sup>30</sup> Que en términos de Halperin -HALPERIN, Isaac, *Curso de Derecho Comercial*, Vol. II (Parte Especial - Sociedades) Ed. Depalma, Buenos Aires, 1980; págs. 485 y ss.- radica "...en la realización de cuanto es idóneo para satisfacer el objeto social y que se resuelve e una satisfacción proporcional del interés individual de cada socio [...siendo esta noción de interés...] objetiva (no psicológica), y debiendo ser apreciada en concreto [...]de lo que resulta que existe interés contrario...]" no sólo cuando la sociedad tiene una pérdida actual o futura, sino también cuando pierde de ganar o tiene una ganancia menor de la posible con otra solución".
- <sup>31</sup> CNCom., Sala C, 22-9-82, "Sánchez, Carlos J. c/Banco de Avellaneda, S.A. y otros", en particular fs. 1460/1477 (numeral XVII y ss.) donde se encumbra de razones jurídicas la incuestionable postura del aludido maestro, sostenida -prácticamente de manera unánime- desde entonces.

noción que en otros derechos y, en los mercados de capitales internacionales es aludida en términos de "creación de valor para los accionistas"<sup>32</sup> lo cual conlleva un doble mensaje a nuestro criterio: a) que resulta confuso el ámbito de aplicación del RTOP toda vez que se distingue el interés social frente a su ámbito de aplicación -sociedad abierta y cerrada- cuando se descuenta que esta "reforma" ha sido concebida excluyentemente para las sociedades que cotizan, las "sociedades abiertas", similar es la preocupación de ODRIOZOLA<sup>33</sup> toda vez que allí se observa con claridad nuestra postura en el sentido que la invocación en los vistos del RTOP al la pretendida reforma de la ley que gobierna la Comisión Nacional de Valores y la Oferta Pública de títulos valores no puede ser abarcativa de la totalidad de los tipos contemplados en la LSC, debiendo serlo -de manera excluyente y con las precisiones apuntadas respecto de la licitud y oponibilidad del encaminamiento conferido- las sociedades que hagan oferta pública<sup>34</sup>; y b) un tema álgido si los hay, es el trastrocamiento de la noción misma del interés social concebido otrora como "núcleo convergente" de voluntades diversas y vocaciones provechosas que hoy se circunscriben en vasta doctrina comparada -como veremos mas adelante- en una mera ponderación económica vacía de todo otro contenido, esto es, por más que nos cueste aceptarlo, fríamente "creación de valor para los accionistas". Lo que aquí nos interesa destacar es que, se propugna una concepción de "interés social" basado en el criterio de maximización del valor de la empresa para el accionista, siguiendo la tesis oportunamente expuesta por RAPPAPORT<sup>35</sup> y cuya aplicación, y posibles efectos, han dado lugar a un

<sup>32</sup> Observa la CSA: "Respecto de las reformas que se introducen en el régimen de la ley de Sociedades Comerciales, no se comparte el cambio de enfoque al marco de responsabilidad de los directores y de los accionistas de control. La introducción de la responsabilidad fiduciaria no solo incorpora un concepto ajeno al ámbito de actuación de los directores sino que además abandona toda interpretación jurisdiccional sobre el deber de lealtad y la actuación de un buen hombre de negocios. La misma consideración merece a la obligación de generar un mayor valor económico visto hoy como interés social". (la negrita es nuestra); véase: VIDELA, op. cit.

<sup>33</sup> "Una pregunta preliminar debe indagar sobre quienes son los destinatarios de la reforma; todas las sociedades anónimas o solamente las que cotizan en el mercado"; ODRIOZOLA, op. cit.

<sup>34</sup> En contra se expresa MANOVIL, op. cit.; "También, en modificar (...en virtud del RTOP...) solo normas referidas a sociedades cotizadas, en una ley específica, evitará la interpretación a contrario sensu que deriva de suponer que, dentro de un mismo cuerpo, las normas que se aplican a las sociedades cotizadas no rigen para las sociedades cerradas."

<sup>35</sup> RAPPAPORT, M. J., *Creating Shareholder Value*, Nueva York, 1986.

importantísimo debate doctrinario, de manifiesta actualidad, sobre todo en Alemania<sup>36</sup>. Ya volveremos más adelante sobre el particular.

- (ix) *que constituye el fundamento del buen funcionamiento del mercado de capitales*<sup>37</sup>...” la calidad de la información que los emisores dan al mercado, para lo cual regula los aspectos vinculados a los auditores externos y al comité de auditoría<sup>38</sup>, estableciendo pautas para su correcto funcionamiento;
- (x) conferir un carácter indelegable a las Ofertas Públicas de Adquisición, instaurando un régimen de “Ofertas Públicas Obligatorias”, regulado asimismo las “Adquisiciones de Participaciones Residuales<sup>39</sup>” y el “Retiro de la Oferta Pública<sup>40</sup>”,

<sup>36</sup> Sobre el particular, y los diferentes criterios para determinar el mayor valor de la empresa y su repercusión en el accionista, véase WERDER, Hans (pág. 69) y EUGLERT, Frederick (pág. 684) citados por SANZ PARAISO, op. cit.

<sup>37</sup> Sugiere en particular el análisis que del moderno mercado de capitales efectúa BERCOVITZ - BERCOVITZ, Alberto, *El derecho del mercado de capitales. Una nueva categoría sistemática del mercado de capitales*, RDBB, 10-997, págs. 67 y ss.- y, entré nosotros FRANCO, Horacio A., *Bolsas de Comercio y mercado de Valores*; Ed. Abeledo-Perrot; Buenos Aires, 1981; RADRESA, Emilio, *Bolsas y Contratos Bursátiles*, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1995; FUNDACION BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES, *La Inversión Bursátil*, Ed. Tesis, 1988, BIANCHI, Roberto A., *Normativa del Mercado de Capitales en la Argentina*, Zavallá Editores, Buenos Aires, 2000, entre otros.

<sup>38</sup> Sobre este tema puede verse SANZ PARAISO, Luis Fernando, *Las Comisiones de Auditoría y Cumplimiento*, en VELAZCO, *El Gobierno...*, op. cit., págs. 373 y ss.

<sup>39</sup> Cuyo fundamento lo encuentra en “...hacer más eficiente la estructura societaria y defender a los accionistas minoritarios que queden en situación de ser inversores en sociedades que, “de hecho”, han pasado a ser cerradas, dándole tanto a los controladores como a los accionistas minoritarios el derecho a comprar, o ser comprados, a un precio equitativo cuya determinación es similar a la que se establece para el retiro de la oferta pública.” Intentaremos dar un esbozo de cómo opera la figura en el derecho comparado, básicamente en Estados Unidos, donde se conocen respectivamente las referidas alternativas instauradas por el RTOP como “Tag Along” [que importa la facultad de la minoría de seguir a la mayoría, frente a la salida de esta, y al mismo precio, con lo cual se beneficia de la “plusvalía” que detentaría la prima de control de la mayoría, precisándose que la minoría puede vender únicamente hasta el mismo porcentaje de la mayoría, con lo cual, si la mayoría detenta el 70 %, la minoría puede vender a ese monto el 70% de su 30%]; por el contrario y como contracara del asunto el “Force/Bring Along” [importa la obligación para quien quiera vender de seguir el precio impuesto por la mayoría, o sea si la mayoría vende a un precio más alto, la minoría debe vender obligada -aquí no hay opción- y lo hace al mismo precio que lo hizo la mayoría]. De poder abordar el asunto más adelante haremos el tratamiento pormenorizado pertinente, conjuntamente con otras modalidades usuales en la operatoria de los Investments & Shareholders Agreements -como los llama la doctrina extranjera- entre los que podemos agregar: Firms Offer; First Refusal; Oferta de Compra y Venta Conjunta; Call/ Put, etc. Interesados en el tema pueden consultar: GAUGHAN, Patrick A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*; John Wiley & Sons, Inc., New York, 1996, en particular págs. 151, 214 259 y ss., y el trabajo de ERNST & YOUNG, *Mergers & Acquisitions, Back-to Basics Techniques for the '90s*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1994, en particular: “Chapter III, Legal and Regulatory Issues” (9. *The Acquisition Agreement* [págs. 117 y ss.]; 10. *Acquiring a Public Company* [págs. 141 y ss.]; 11. *Securities Laws and Other Regulations* [págs. 159 y ss.] y 12.

destacándose que con relación al primer tema "...se ha optado por un mecanismo de ofertas publicas obligatorias -que veremos al tratar el tema en particular no constituye una corriente homogénea en los mercados internacionales, sino que surge condicionada su naturaleza de obligatoria o facultativa en función de las características propias de los mercados donde opera- con carácter previo y en forma parcial o total, según se determine oportunamente, a fin de privilegiar la transparencia en el mercado de control empresario que asegura un ambiente competitivo para este mercado de control y que minimiza los costos que este tipo de regulación puede crear la oferente o adquirente de control"

**(xi)** la imposición del arbitraje obligatorio para los emisores y optativo para los inversores en el ámbito de los Mercados Autoregulados, que como veremos mas adelante supone algunas particularidades, lo cual "... constituirá un elemento fundamental para otorgar al mercado la confianza en un sistema que garantiza la aplicabilidad de la ley y la seguridad jurídica de los inversores";

**(xii)** cuestiones relativas a ala modificación del régimen sancionatorio del la Ley 17.811 dotándose a la CNC con nuevos instrumentos y facultades;

**(xiii)** regular cuestiones vinculadas a la tipología de la sociedad cotizada o abierta "mediante nuevas exigencias de información para las emisoras y aceptándose la posibilidad de celebrar reuniones de directorio y asambleas a través de medios no presenciales";

**(xiv)** flexibilizar los cambios en la estructura del capital de las sociedades por acciones "...posibilitándose operaciones usuales en

---

*Antitrust Considerations* [págs. 171 y ss.] ; "Chapter V y VI", en particular 15. "Postmerger Integration" [págs. 215 y ss.] y principalmente 22. "Strategic Partnerships and Corporate Venture Investments" [págs. 307 y ss.]. Muy claros resultan también los conceptos de BUEY FERNÁNDEZ, Pablo en su disertación en el marco del seminario *Fusiones y Adquisiciones*, la cual giro en torno a las "Consideraciones jurídicas de las transacciones"; Institute for International Research ("IIR"), Buenos Aires, mayo de 1997.

<sup>40</sup> En punto as ello, coincidimos con Manovil -MANOVIL, op. cit.- en que la propuesta es "...razonable en torno modifica al criterio actúa de la valuación de las acciones y referido a un valor equitativo, pero parecería que el valor de la empresa en marcha no lo deberá poder pagar la propia sociedad con bienes materiales de su patrimonio, porque disminuye la garantía de los acreedores. En cambio un tercero puede pagar por las acciones (aunque sea el controlante) lo que las acciones valen verdaderamente, y puede justificar ese pago porque esta adquiriendo ese valor sin perjudicar a los acreedores...", en cambio un tercero puede pagar por las acciones (aunque sea el controlante) lo que las acciones valen verdaderamente y, puede justificar ese pago porque está adquiriendo ese valor sin perjudicar a los acreedores.

los mercados de capitales tales como la adquisición, dentro de ciertos límites, de las propias acciones, la tenencia de acciones propias en cartera y la emisión de opciones, warrants, etc.”

**(xv)** mejorar el derecho de información de los accionistas minoritarios<sup>41</sup> posibilitando la inclusión de comentarios con propuestas por parte de estos en el orden del día de las asambleas ordinarias<sup>42</sup>.

**(xvi)** que las transacciones con partes relacionados a la emisora se regulan siguiendo lineamientos de los Principios of Corporate Governance del American Law Institute, previéndose la inversión de la carga de la prueba *“garantizándose así un mayor escrutinio judicial sobre aquellas operaciones que no hayan sido aprobadas en un contexto que, en una primera consideración, presuponga la contratación con dichas partes relacionadas a precios de mercado y entre partes independientes”*;

**(xvii)** admitir el ejercicio de la acción social con particularidades tendientes a equilibrar los derechos de los accionistas minoritarios respecto de los confortantes, evitando posibles situaciones de abuso de las minorías.

**(xviii)** permitir atender a la actuación individual de cada director como factor atributivo de la responsabilidad, lo cual estima *“esencial para posibilitar la modernización del funcionamiento de los directorios conforme a las prácticas internacionales [lo cual resalta] no supone per se una atenuación de la responsabilidad del órgano de administración sino que permitirá una adecuación en la atribución de responsabilidad ante faltas del deber de diligencia”*<sup>43</sup>.

**(xix)** prever la implementación de la firma digital<sup>44</sup> para facilitar la coordinación de los órganos del sistema financiero en su conjunto, sin perjuicio de otras cuestiones menores.

<sup>41</sup> Hay aquí dos estudios sobre el tema que no pueden pasarse por alto: AGUINIS, Ana María M. de, *El derecho de información de los accionistas*, en Estudios en Homenaje a Isaac HALPERIN, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1978, págs. 287 y ss. y ALEGRÍA, Héctor, *El abuso de mayoría y de minoría en las sociedades anónimas*, Revista de Derecho Privado y Comunitario; Separata N° 16, Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe, Argentina, 1998.

<sup>42</sup> Un pormenorizado tratamiento de todo este tema puede verse en MASCHERONI, Fernando H.; COUSO, Juan Carlos; MUGUILLO, Roberto A., *El Socio – Derechos y Obligaciones*, Colección derecho Económico – Temas Societarios, Ediciones Interoceánicas S.A – Ed. Contabilidad Moderna, Buenos Aires, 1989.

<sup>43</sup> Para interesados véase el laureado trabajo de GAGLIARDO, Mariano, *Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas*, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1994.

<sup>44</sup> Sobre el particular véase: CARLINO, Bernardo P., *Firma digital y derecho societario electrónico* con prólogo de ALEGRÍA, Héctor, Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe, Argentina, 1998.



### III. LA MODALIDAD DE LA TOMA DE CONTROL

Cuando se analiza el fenómeno de la toma de control societario, se advierten diferentes modalidades en las cuales no habremos de reparar dada la extensión acotada del presente análisis; lo que nos importa destacar es, más allá del fenómeno jurídico en abstracto, la verdadera dimensión económica del asunto, dado que aparecen variadas interpretaciones a nuestro juicio no ajustadas a la realidad.

Tradicionalmente, la toma de control operaba como un mecanismo jurídico idóneo para hacerse del manejo efectivo de la sociedad; directamente o por medio de interpósita persona mediante la participación por cualquier título suficiente, para lograr los votos necesarios que formen la voluntad social en las reuniones sociales o asambleas ordinarias o; mediante el ejercicio de una influencia dominante como consecuencia de acciones cuotas o partes de interés poseídas o en virtud de los especiales vínculos existentes en las sociedades; para lograr el aludido cometido<sup>45</sup>. Este concepto va a resultar ampliado en virtud del RTOP, como puede colegirse del nuevo espectro de posibles situaciones de control apuntadas en nota 60, sin perjuicio de otros destacados aportes sobre el particular, especialmente el del Prof. EMBID IRUJO<sup>46</sup>.

La mecánica es diferente según se realice o no oferta pública<sup>47</sup>

<sup>45</sup> Conf. Texto vigente en la República Argentina, del art. 33 -referido a las sociedades controladas- la Ley de Sociedades Comerciales (LSC) N° 19.550, texto ordenado por el decreto 841/94 que incorpora los textos anteriores a las últimas reformas impuestas por las leyes 22.686, 22.903 y 22.985, y remisiones a la ley 20.643, en materia de nominatividad obligatoria y, su decreto reglamentario 83/86.-

<sup>46</sup> EMBID IRUJO, José Miguel, *Grupos y Gobierno Corporativo*; en VELAZCO, E. G., *El Gobierno...*, op. cit., págs. 495 y ss.

<sup>47</sup> Las sociedades que hagan oferta pública de títulos valores están sujetas a la supervisión y control de la Comisión Nacional de Valores (CNV) cuya Res. Gral. 190/91 -según texto ordenado por la Res. Gral. 227/93, B.O., 22/1/93, al respecto puede consultarse un destacado y muy útil trabajo comparativo elaborado por la CSA bajo el título *Normas de la Comisión Nacional de Valores (Res. Gral. 290/97) Texto Comparado con las Anteriores Normas y Resoluciones del Organismo*"; CSA, Buenos Aires, 1997- tiende a regular la transparencia en el ámbito de la oferta pública.- En la legislación comparada se advierten similares apreciaciones, regidas por normativas diferentes:

- En España la única normativa reguladora con carácter específico es el Real Decreto 279/1984 que supuso la derogación del Real Decreto 1848/1980, que complementaba y desarrollaba lo previsto en el art. 154 del Reglamento de las Bolsas de Comercio del 30 de Junio de 1967, única norma que por primera vez -al decir de Félix LÓPEZ ANTÓN- en la historia legislativa española se había ocupado de la cuestión.
- En el derecho estadounidense puede advertirse una pormenorizada reglamentación, que si bien se remonta en algunos aspectos a la aún vigente Ley Federal de 1934 (Security Acts) referente a "proxy contests", recibe en 1954 ulteriores agiornamientos reglamentarios por parte de la Security and Exchange Comission (SEC) los que serán nuevamente actualizados

pero ello, por el momento, no desvirtúa nuestro razonamiento.

El fenómeno debe analizarse desde una óptica diferente a la del clásico derecho societario, pues este es solo un componente más del derecho económico contemporáneo y, como tal, insuficiente para abordar la totalidad de las aristas que se presentan en la actualidad.-

Con cuánto acierto demandaba en su obra póstuma Marita AGUINIS "El control societario reclama una regulación propia para la cesión del control, como forma de poder y no como una transferencia de acciones"<sup>48</sup>.-

Cuando se analizan las razones por las cuales han vuelto a producirse fusiones de magnitud<sup>49</sup> prepondera la causal económica *siner-*

en 1987, con posterioridad al "cruc" por todos conocido. Concretamente los procedimientos operativos imperantes son, o el ya aludido "proxy" (para el cual deberán el emisor y los accionistas cumplimentar el formulario 14 -B), o el "Tender offers" (generalmente el más frecuente -como explica bien BOLLINI SHAW- "...debido a que... en (este último) ... caso, si se pierde la lucha (por el control) ... el adquirente queda como dueño de las acciones que fue adquiriendo, que pueden haber subido sustancialmente de valor (generalmente es lo que sucede ante una absorción, en las cotizaciones de la empresa absorbida, como ya adelantáramos); en cambio, en el caso de "proxy", si se pierde los gastos, son pérdidas netas." Convergen en esta normativa también la *Williams Act de 1979*; la Rule 10. B-6-Sec. 9-934 y otra serie de formalismos y disposiciones aisladas.- Para mayores detalles puede verse: BOLLINI SHAW, Carlos, *Toma del poder societario o compra del paquete accionario mayoritario*, en USA, LL 120, pág.747, entre otros.

Es importante precisar que la mayoría de las legislaciones en alguna u otra medida se hacen eco de la reglamentación americana para el gobierno de este fenómeno.

- La Comunidad Europea (CE) adopta la "Council Regulation 4064/89 of New Mergers Control Rules", cuya versión corregida puede verse en 33 O.J. Eur. Comm. (N° L 257) 13 (1990), disponible en "The International Lawyer", Winter 1991, volume 25, number 4.
- Una interesante y pormenorizada actualización de las normas imperantes en el derecho inglés pueden consultarse en: "Las nuevas Listing Rules del London Stock Exchange", Revista de Derecho Bancario y Bursátil, N°54, año XIII, Abril -Junio 1994, págs. 497 y ss.- Por la extensión de las mismas no consideramos el particular, remitiendo a su análisis.

<sup>48</sup> AGUINIS, Ana María M. de, *Control de Sociedades*, pág. 25, "Quinta Conclusión", Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, Agosto 1996. Relevante resulta también a todos los efectos el destacado aporte de ALEGRIA, Héctor respecto del análisis de la situación de control, en tanto externo, interno, de hecho o de derecho, pudiendo verse una didáctica presentación del tema en *Algunas reflexiones sobre los conceptos de Sociedad Controlante, Sociedad Controlada y Situación de Control*; en *Estudios en Homenaje a Isaac Halperin*, Ed. Depalma; Buenos Aires, 1978, págs. 301 y ss.

<sup>49</sup> Es dable precisar que la operatoria actual dista de la llevada a cabo en la década del ochenta, ya volveremos sobre el particular más adelante pero, lo que interesa señalar es que generalmente no se producen mediante la emisión de deuda sino en virtud de fondos ociosos de los inversores institucionales ávidos de rendimientos extra ordinarios (advirtase que la sociedad absorbida ante la expectativa favorable eleva sus cotizaciones) y de excesos de liquidez. Para interesados en el funcionamiento de compra de empresas mediante emisión de deuda sugerimos el figurado trabajo del Dr. Pablo VIÑALS BLAKE "Comentarios sobre la estructura legal-financiera para la adquisición del paquete accionario de una sociedad anónima, utilizando deuda (leveraged buyout acquisition-LBO's)", en Congreso Argentino de Derecho Comercial 1990, vol.2, Comisión II: *Empresa y Sociedad*, Colegio de Abogados de la Ciudad de Buenos Aires, Buenos Aires, 1992, págs. 297 y ss.

*gética*, pese a ello se contemplan otros motivos que sucintamente podríamos considerar particularmente en lo referido a nuestro país<sup>50</sup>:

### III.A.) LAS RAZONES DE LAS VENTAS

- Hay presión de compra desde el exterior.
- El precio de las empresas locales es atractivo.
- Cuando el precio supera las expectativas el empresario se decide a vender.
- Las exigencias del mercado son cada vez mayores.
- Ante la fuerte competencia se reduce la rentabilidad.
- El costo del capital es mayor en la Argentina, convirtiéndose en una barrera a la competencia.
- El mercado de capitales no ayuda.
- Hay un efecto dominó a partir de la venta de las firmas rivales.
- La brecha tecnológica, de *marketing* y de distribución es grande.
- Se necesita mejorar la estructura del *management*.

### III.B.) COMO SIGUE LA HISTORIA

- El proceso continuará firme.- Es irreversible.
- Serán cada vez menos las operaciones “espectaculares”, aunque no se descartan sorpresas.
- La actividad de fusiones y adquisiciones entre empresas del Mercosur se acrecentará.
- El 60 % de las operaciones pasa por asesores financieros. El resto se hace de manera directa.
- Los grandes grupos tienden a concentrar sus negocios.
- Los sectores de mayor protagonismo serán la energía, la alimentación, los bancos, los seguros, los supermercados, los laboratorios, el transporte y la TV por cable.
- No solo compran los que están en el mismo rubro, los llamados “socios estratégicos”. Cada vez habrá más participación de los fondos de inversión.
- Se acelerarán las decisiones porque subirá el valor de los activos Argentinos si mejora la calificación del país.

Pero los nuevos fundamentos de estas tomas de control difieren en lo tocante a legislaciones diversas.

---

<sup>50</sup>Seguimos en este punto el estudio presentado por El Economista de fecha 4 de Abril de 1997 al analizar *La Venta de Empresas Argentinas: cuáles son las nuevas tendencias*, págs. 10, 11,12 y ss.

Ya no puede afirmarse sin miramientos que lo son “*como sanción para los malos administradores*”<sup>51</sup> “centrando el cambio de la cúpula del poder de decisión de la gran empresa en un “*mercado de managers*” -aspecto económico, que se acompaña del instrumento jurídico- económico de la oferta de adquisición a los accionistas. Y decimos esto, no sólo porque es el resultado de una encuesta realizada por The Institutional Investor<sup>52</sup>, donde se da cuenta que “*podía uno endeudarse para reducir impuestos y apuntalar la cotización de las acciones de una compañía*”; porque ello también surge del tratamiento impositivo bastante generoso que recibían los activos subvaluados, lo que implicaba, ante la compra de activos con fondos prestados, trasladar gran parte del costo al gobierno federal, toda vez que los pagos de intereses sobre deuda son totalmente deducibles<sup>53</sup>.

Ni puede decirse exclusivamente, como se lo hacía en la década del '80, que su finalidad era meramente especulativa y fraudulenta<sup>54</sup> o con ánimos de monopolizar el mercado<sup>55</sup>. La visión del derecho económico que se impone es más amplia<sup>56</sup> como la engloba con acierto

<sup>51</sup> Como apunta AGUINIS, op. cit., págs. 20 y ss.

<sup>52</sup> Publicada bajo el título *Aprendiendo a amar el apalancamiento* y que puede consultarse en: *Apóstoles de la deuda, por la especulación hacia el éxito*, págs. 77 y ss., Ed. Hojas Nuevas, Grijalbo Mayor, Barcelona, España, 1992.

<sup>53</sup> Interesante detalle puede verse en: STEWART, James B., *Cueva de Bandidos, La Gran Estafa de Wad Estrés*, págs. 97 y ss., Emecé Editores, Buenos Aires, Febrero 1993.

<sup>54</sup> Al referirse a las operaciones que motivaron el crac se generalizó afirmando “...*tomadas en su conjunto, las operaciones formaban un catalogo de delitos financieros, que iban desde la manipulación de información privilegiada, pasando por declaraciones juradas falsas, defraudación impositiva, manipulación del mercado, y un sinnúmero de delitos mucho más técnicos. Sin embargo, lo que era realmente espeluznante... no era la variedad de los delitos o su frecuencia, sino como se relacionaban para lograr fines mucho más ambiciosos de los que habían sido contemplados por los redactores de las leyes de títulos valores. Los delitos eran simples medios para llegar a ciertos fines, tales como las absorciones hostiles, que a simple vista eran perfectamente legales*”, *Cueva de...*, op. cit., págs. 224 y ss.

<sup>55</sup> Un reciente reporte de The Wall Street Journal Americas, publicado en el Diario La Nación, pág. 7, secc. 2°, Buenos Aires, Miércoles 9 de Abril de 1997, nos interioriza de las nuevas normas dictadas en los Estados Unidos para facilitar la aprobación de algunas fusiones empresariales, y que resume así:

#### **LAS NUEVAS NORMAS**

*Las nuevas normas sobre fusiones revisadas por la FTC y el Dpto. de Justicia de EE.UU*

- Permitirán a las empresas sostener ante el gobierno que los ahorros de costos y sus beneficios podrán compensar anticompetitivos de una fusión.
- Definirán que ahorros de costos y otros beneficios son atribuibles directamente a la fusión.
- Clarificarán que tienen que hacer las empresas para mostrar que habrá ahorro de costos.
- Equiparán las normas antimonopólicas de EE.UU. con las de otros países.

<sup>56</sup> De particular actualidad resulta el informe del Takeover Panel correspondiente al ejercicio 1995/1995, este organismo es siempre instructivo pues ofrece una interesante perspectiva sobre las OPA's en el ámbito británico, que será donde según veremos mas adelante, por impe-

KOZOLCHYK<sup>57</sup> al sostener que “para convertir una mercancía comerciable en base mundial el bien mercantil debe producir un continuo flujo de ingresos por un período específico y de una manera confiable”.

No todas las compañías tienen, ni la capacidad financiera, ni la operativa, ni los recursos humanos necesarios para hacer frente a este desafío y, por ello *fusionan* sus factores para aparecer en escena de manera competitiva y perdurable, que debe entenderse, como capacidad para soslayar los embates de la competencia ponderados de en forma económicamente valiosa en un lapso de tiempo prolongado.

Esta misma óptica se contempla en casi la totalidad de quienes analizan el particular<sup>58</sup> y, al no apreciarse se distorsiona el fundamento económico que le sirve de basamento a esta modalidad.

### III.c.) BREVES REFLEXIONES ACERCA DE LA CONVENIENCIA O NO DE LA OBLIGATORIEDAD EN LA OPA

El concepto de “control” de una sociedad anónima se encuentra directamente relacionado con el principio mayoritario que gobierna las tomas de decisión de los órganos sociales.

---

rio del *City Code on Take overs and Mergers* -aprobado inicialmente en 1968, pero sometido desde entonces a un proceso constante de revisión y perfeccionamiento- puede encontrarse el primer esbozo -contrariamente a lo que se supone en líneas generales respecto de las prácticas de41 mercado de capitales que nos viene desde Estados Unidos- de una disciplina completa y articulada de las OPA's. Allí se da cuenta que uno de los hechos de mayor relevancia durante este ejercicio giró en torno al uso de derivados en OPA's. Hay disponible una minuta en español que puede verse en: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año XV, N° 63, Julio-Septiembre 1996, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, págs. 842 y ss., Madrid, 1996.

<sup>57</sup> KOZOLCHYK, Boris, *El Derecho Comercial Ante el Libre Comercio y el Desarrollo Económico*, McGraw Hill, serie Jurídica, México, 1996, pág. 324. punto 4 “Convalidación y corrección del mercado actual, características del mercado”.

<sup>58</sup> “*Mergers & Acquisitions, Back-to Basic Techniques for the '90s*”, Second Edition, ERNEST & YOUNG, New York, 1994. “*The Essence of Mergers and Acquisitions*”, P. S. SUDAR-SANAM, Series Editor: Adrián Buckley, Prentice Hall International, (UK), 1995. “*La Fusión de Empresas, técnicas y pasos a seguir*”, Georges EGG, Ed. DEUSTO, Madrid, 1993. *La Fusión de Sociedades, estudio económico, jurídico y fiscal*, Editorial de Derecho Financiero, EDERSA Editoriales de Derecho Reunidas, 4ta. edición puesta al día, Madrid, 1993. *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Juan MASCAREÑAS PEREZ-ÍÑIGO, 2da. Edición, Mc Graw Hill, Madrid, 1996. *En la Jungla de los Negocios*, Víctor SCHERRER, Grijalbo, París, 1991. *Fusión y Escisión Nacional y Transnacional de Sociedades*, Osvaldo SOLARI COSTA, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 1996. ODRIOZOLA, Juan Martín, *Compraventa accionaria y take over. La función profesional*; en *Negocios Parasocietarios*, Ed. Ad-Hoc; Buenos Aires, 1994; págs. 133 y ss.; y -el clásico entre nosotros- OTAEGUI, Julio Cesar, *Fusión y Escisión de Sociedades Comerciales*; Ed. Ábaco de Rodolfo Depalma, Buenos Aires, 1985; LARGO GIL, Urita, *La Fusión de Sociedades Mercantiles*; Civitas, Madrid, 1992, entre otros.

En esta idea se concibe que, el "control" estará en manos de quien sea el titular de un número suficiente de acciones con derecho a voto que le permitan tomar las decisiones de una sociedad de acuerdo con su voluntad, o bien, de aquel accionista —o grupo de ellos— que tengan el poder efectivo, ya sea legal o de facto, para designar los miembros del directorio<sup>59</sup>.

Por este motivo sostenemos que las tomas de control de grandes sociedades anónimas, es decir aquellas operaciones o procedimientos

<sup>59</sup> En este orden enseña GAGLIARDO: "El nuevo instrumento legal [por el RTOP] a lo largo de su articulado contiene sucesivas referencias a las situaciones de control —sea como definiciones o regulación— que en cierta medida inciden o bien complementan las previsiones del art. 33, ley 19.550. Uno de los numerosos considerandos —N° 19— a lude a una serie de definiciones cuyo fin es precisar con mayor claridad el alcance de ciertos conceptos que resultan fundamentales en la estructura del régimen, frente a lo cual cabe señalar en primer término el "CONTROL PARTICIPACIONAL INTREENO":

1. "Controlante", "grupo controlante" o "grupos de control": a las personas físicas o jurídicas que en forma directa, de manera conjunta o individual, posean una participación por cualquier título en el capital social o valores con derecho a voto (en este caso si es en forma estable) le otorgue los votos necesarios para formar la voluntad social en asambleas ordinarias o para elegir o revocar la mayoría de los directores o consejeros de vigilancia.
2. "Control casi total" -art.26.a- aquella sociedad anónima respecto de la cual otra persona física o jurídica, ya sea en forma directa o a través de otra u otras sociedades a su vez controladas por ella, sea titular del 95 % o más del capital social.
3. "Accionistas minoritarios" resultan ser los titulares de acciones de cualquier tipo o clase, así como los titulares de todo los otros títulos convertibles en acciones que no sean de la persona controlante.
4. "Participación significativas diferenciadas" Son aquellos porcentajes de participación mayores al 35 % según el criterio del a CNV (art. 23, ap.5, in fine).
5. "Participación significativa" (contemplada de diversa manera en los arts. 23 y 73.a.II) la que a los efectos de una oferta pública de adquisición obligatoria, en ningún caso podrá ser inferior al 35% en el capital social o en los votos.

#### CONTROL EXTERNO:

El art. 72, inc. b), fija como competencia de la asamblea ordinaria "la celebración de contratos de administración o gerenciamiento de la sociedad". Esta modalidad contractual reconoce algún antecedente en nuestro medio y es usual en el derecho estadounidense y es conocida como "mangement contract. Se sostiene —antes de la vigencia de esta norma, con cita CABANELLAS RDCO 1990-B-551- que los contratos de administración resultan válidos en la medida que reúnan las condiciones generales de validez de los contratos, en particular respecto de su objeto, lo que se aplica tanto a los contratos en los cuales los administradores se obligan a actuar de determinado modo, los contratos en que los administradores se obliguen a actuar como indique un tercero ajeno al órgano de administración, o bien aquellos en los cuales accionistas y otros socios se comprometan a que los administradores actúen de determinada manera. Señalando que los contratos de organización no atribuyen a las partes directamente derechos u obligaciones, sino poderes mediante los cuales las partes pueden establecer ulteriormente derechos y deberes; por lo cual se crean organizaciones para gestionar un patrimonio mediante el establecimiento de competencias dotadas de los correspondientes poderes jurídicos y grabadas con las posiciones pasivas de sujeción o carga. Destacando —con cita DUQUE— en que el contrato no afecta a las sociedades entre las cuales se realiza, sino que afecta a los órganos encargados de la gestión y administración del patrimonio social". Conf. GAGLIARDO, Mariano, *Régimen de Transparencia... Comunicación efectuada...*, op. cit. págs. 13 y ss.

que permiten adquirir el control de los activos de una sociedad, ya sea directamente al pasar a ser propietario de esos activos o indirectamente al obtener el control de una sociedad, han sido y siguen siendo uno de los fenómenos económicos que más se han destacado durante la segunda mitad del siglo XX, especialmente en Estados Unidos y en Gran Bretaña<sup>60</sup>.

*Así las cosas se ha dicho que "...el desarrollo cuantitativo de las tomas de control, a partir de los años sesenta, provocó la aparición de un nuevo mercado, conocido como "mercado de control societario"<sup>61</sup>, cuyo objeto de negociación no son bienes, sino el control de las grandes sociedades anónimas, que han permitido asignar una nueva función jurídico económica a estas operaciones"<sup>62</sup>.*

El progresivo desplazamiento del centro propulsor del derecho mercantil moderno de los países europeos continentales hacia los ordenamientos anglosajones, y en particular el norteamericano, que ha sido considerado como una de las notas caracterizadoras e la evolución reciente del sistema mercantil encuentra sin duda en las OPA's una de sus más clara manifestaciones.

La existencia de un verdadero "mercado de control societario"<sup>63</sup> en estos países, que hunde sus raíces tanto en la magnitud y eficiencia de sus respectivos mercados de valores<sup>64</sup> como en la predisposición de los operadores económicos a servirse de un instrumento que, como este, choca con importantes convenciones fuertemente asentados en el mundo empresarial ha determinado un conocimiento de las singulares necesidades de ordenación jurídica de estas operaciones mucho más profundo y afinado que el que puede tenerse en los países en los que solo recientemente -y normalmente de forma bastante polémica- ha

<sup>60</sup> Seguimos en este punto a SALA I. ANDRES, Anna María, *Las OPA's obligatorias ordinarias*; J.M. Bosch Editor; Biblioteca de Derecho Mercantil, Barcelona; 2000, págs.34 y ss.

<sup>61</sup> Sobre el particular, véase; GARCÍA DE ENTERRIA, Javier, *Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas Competidoras. Estudios sobre OPAS*; Civitas; Madrid; 1999.

<sup>62</sup> SALA I ANDRES, op. cit., págs. 35 y ss.

<sup>63</sup> Con esta noción de "Mercado de Control societario" -refiere GARCÍA DE ENTERRIA, Javier (*La OPA Obligatoria*; Civitas, Madrid, 1996, nota 3, pág. 27)- se alude a la existencia de un activo mercado de OPA's y cambios de control en el que numerosos grupos de gestores pugnan por la obtención del control de las grandes sociedades anónimas abiertas o bursátiles. Característico de este mercado es la importante función de tutela que dispensa a los pequeños accionista, toda vez que la administración deficiente de una sociedad colocaría su valor de mercado por debajo de su valor potencial y ello permitiría que el control de la misma fuese adquirido por quien confiase en recuperar su inversión mediante una gestión más eficiente."

<sup>64</sup> En punto a ello, puede ampliarse considerablemente la óptica del análisis en el trabajo de BERTRAND, Luis de Carlos, *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Suscripción y Venta de Valores Negociables*; Bolsa de Madrid, Civitas, Madrid, 1998.

hecho su aparición este instrumento.

*"...Los ordenamientos ingles y estadounidense representan los ejemplos mas avanzados y perfeccionados de dos sistemas completamente contrapuestos que sirven para ilustrar, en atención a los distintos supuestos en que se obliga a las partes a acudir al mecanismo de la OPA, el diverso y variable significado que esta puede presentar [...toda vez que...] las OPA's como revela el antagonismo de los modelos foráneos más aquilatados, lejos de ser una figura con un significado y una función constantes y uniformes en toso los sistemas jurídicos pueden ser moldeadas de muy distinta forma y emplearse así con fines absolutamente dispares.<sup>65</sup>"*

Curiosamente siendo Inglaterra el país europeo más avanzado en materia de OPA's y donde estas han alcanzado mayor difusión y desarrollo, ello ha acontecido bajo un marco normativo *"...recogido sustancialmente de un texto de carácter puramente privado y carente de todo respaldo legal, que afirma su fuerza y validez en el simple hecho de su libre adopción por los operadores del mercado financiero londinense."* Con estas precisiones alude GARCÍA DE ENTERRIA al City Code on Take – overs and Mergers<sup>66</sup> (el "Code"), el cual al ser una norma de naturaleza privada carente de la potestad sancionadora, confía básicamente para su plena vigencia en él *"...seguimiento espontáneo de sus normas por parte de los intervinieros en el mercado, no contando con mas sanciones que la reprensión privada y la censura pública del infractor"*<sup>67</sup>.

De la excelente técnica del Code deriva, también, su facilidad

<sup>65</sup> Una distinción que, por encima de otras diferencias menores, resulta vital para comprender el diverso significado que pueden revestir las OPA's y la trascendencia que ello implica en cuanto a las formas de realización de los cambios de control en las grandes sociedades. *"Mientras que en algunos sistemas -de acuerdo con el modelo instaurado en Reino Unido- cualquier operación de toma de control que tenga lugar actuando sobre los valores de la sociedad afectada tiene que realizarse necesariamente a través del procedimiento de OPA, con exclusión de cualquier otro, en otros sistemas -encabezados por el norteamericano, en tanto modelo mas perfeccionado- las OPA's se presentan simplemente como un instrumento mas al que pueden acudir las partes para efectuar una toma de control y, que el ordenamiento les ofrece como una simple opción junto a otras formas alternativas, lo cual [...] no es otra cosa que un dispar entendimiento de las necesidades de tutela de los accionistas minoritarios en los supuestos de cambio de control de la sociedad al a que pertenecen, así como del propio significado económico de las operaciones de adquisición de sociedades"*; GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., pág.29.

<sup>66</sup> Que como apuntáramos anteriormente fue aprobado en 1968, y sometido a constante revisión y perfeccionamiento.

<sup>67</sup> Continúa GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., pág. 33: *"Solo en casos muy graves y flagrantes pueden los órganos rectores de los mercados de valores, a instancias del Panell, adoptar medidas disciplinarias contra el infractor, que pueden incluir la suspensión y hasta la exclusión de la cotización de los valores de la entidad de que se trate"*.



para adaptarse al dinamismo del mercado de las OPA's, tornándolo punto de partida y referencia inexcusable de la mayoría de los ordenamientos europeos que han receptado este instituto, incluso el propio legislador comunitario<sup>68</sup>.

En el Reino Unido, en la actualidad, la necesidad de asegurar un tratamiento igualitario de los accionistas de las sociedades bursátiles sometidas a procesos de adquisición sigue estando en el origen del Code y determinando el contenido y el significado de muchas de sus normas, como ilustra claramente la solemne proclamación de este principio en el primer *General Principle* con que se abre el Code, el que puede advertirse a través de sus principales manifestaciones.<sup>69</sup>

Es que en el sistema Británico el referido principio de igualdad de trato se aplica también, y fundamentalmente en los procesos de adquisición, al imponerse el mecanismo de la OPA con carácter obligatorio en cualquier supuesto de toma de control de una sociedad abierta y al cerrarse el paso, consiguientemente, a cualquier otro procedimiento que sea susceptible de provocar disparidades de trato entre los accionistas. Con lo cual "*...cuando el control de una sociedad es adquirido por una persona o por personas que actúen en formas concertada, una oferta general al resto de los accionistas será normal-*

<sup>68</sup> Sobre el particular véase: Decimotercer Directiva [EUR-LEX 52001AG0001] Posición Común (CE) N° 1/2001, del 19 de junio de 2000, aprobada por el Consejo de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado constitutivo de la comunidad Europea, con vistas a la adopción de una Directiva del Parlamento Europeo de Consejo en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición. Diario Oficial n° C. 023 de 24/01/2001 p. 0001 -0014, donde se concluye (punto IV. Conclusión) "*El Consejo considera que la Posición común, que incluye 13 de las 22 enmiendas del Parlamento Europeo, cumple plenamente los objetivos de la propuesta de la Comisión. Las modificaciones introducidas tiene como objetivos primordiales aumentar la protección de los accionistas minoritarios, reforzar la seguridad jurídica, introducir una cierta flexibilidad en la aplicación de la Directiva garantizar la coherencia con la normativa comunitaria en el sector financiero [...] ofrece una solución para el caso -excepcional- de que una sociedad haya sido admitida a negociación por primera vez y simultáneamente en mercados regulados de mas de un Estado miembro. Por motivos de transparencia, las decisiones adoptadas por las autoridades competentes en este caso se tendrán que hacer públicas*".

<sup>69</sup> En línea con ello sostiene GARCÍA DE ENTERRIA, Javier, *La OPA Obligatoria*, Cívitas; Madrid, 1996, pág. 41, nota 23 "*El City Code on Take-overs and Mergers, en efecto, esta formado por preceptos de dos tipos. En primer lugar están los llamados General Principles o Principios generales, en numero de diez, que expresan en términos amplios y generales los principios de buena conducta que han de presidir la realización de las OPA's y que son aplicados de forma flexible por el Panell, atendiendo básicamente a su espíritu y finalidad. Además el City Code se integra por treinta y ocho Rules, que viene a precisar y concretar el alcance de los general principles y que contiene también las normas de procedimiento que rige el desarrollo de las OPA's. Y cada Rule tiene incorporadas una serie de Notes, que va elaborando el Panell para aclarar los problemas de interpretación que hayan podido surgir en la práctica. Sobre esta peculiar estructura del City Code se explica en gran medida la flexibilidad y adaptabilidad que caracteriza a este marco normativo.*"

*mente obligatoria; pudiendo surgir una obligación similar cuando el control es consolidado*"<sup>70</sup>.

El fundamento de este sistema de OPA obligatoria -que prácticamente nadie discute y cuya fuente podemos encontrar en el Code- es a no dudarlo asegurar la estricta igualdad de trato de todos los accionistas de las sociedades abiertas en las operaciones de toma de control, lo cual se logra con un sistema bifronte: por un lado, obligando al adquirente a extender a todos los accionistas las mismas condiciones de compra que aplico para hacerse con una participación significativa, con el objeto de evitar, fundamentalmente que la prima de control pueda recaer de forma exclusiva sobre los accionistas de mayor entidad; por otra parte, reconociendo a los accionistas minoritarios la posibilidad de poder abandonar la sociedad afectada cuando se produzca un cambio de control ante el previsible cambio de rumbo que en su política de gestión puede aportar el nuevo accionista mayoritario.

Este modelo de OPA obligatoria -receptado recientemente en nuestro derecho positivo por imperio del RTOP- entendida por tal la modalidad necesaria y excluyente para la obtención del control de las sociedades abiertas que, como vimos, nace en Gran Bretaña con el Code, ha tenido una influencia decisiva en varios ordenamientos, *"...los cuales muestran una profunda diversidad en cuanto a los términos y condiciones que delimitan su alcance y contenido, por la profunda incidencia que representan aquí el desarrollo y características de los distintos mercados de valores*<sup>71</sup> *y por la propia experiencia practica de cada país en operaciones de adquisición.*"<sup>72</sup>

De todas maneras se aprecia cierta uniformidad de principios

<sup>70</sup> "El verdadero alcance de esta obligación, en todo caso viene determinado por la famosa regla novena del City Code que, por su trascendencia, ha llegado a ser catalogada como un código en sí mismo. A tenor de esta regla, la obligación de dirigir una OPA a todos los accionistas de una sociedad surge en dos supuestos determinados que, tras haber ido perfilándose en el tiempo de forma progresiva aparecen ahora perfectamente delimitados: por un lado en la que claramente es la hipótesis de mayor relevancia, la OPA es obligatoria siempre que una persona adquiere, en una o varias transacciones, acciones que, unidas a las poseídas o adquiridas por personas que actúen en forma concertada, otorguen un treinta por ciento o más de los derechos de voto de una sociedad; por otro lado. La OPA se impone también cuando una persona que, junto a las personas que actúen en forma concertada con ella, posea entre el treinta y el cincuenta por ciento de los derechos de voto sociales, proceda a la adquisición en un periodo de doce meses de acciones adicionales s que incrementen su participación en mas del dos por ciento de los derechos de voto. En ambos casos, quien incurra en esta obligación deberá dirigir una oferta general a todos los accionistas por el precio mas alto que haya satisfecho por las acción es de la sociedad afectada durante los doce meses precedentes"; conf.: GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 43 y ss.

<sup>71</sup> Obsérvese como se verifica la postura de MANOVIL expuesta en nota 117 con relación a los postulados de la ciencia económica en nuestra materia.

<sup>72</sup> GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 47 y ss.

comunes destinados fundamentalmente a evitar que las tomas de control puedan resolverse mediante la aplicación de condiciones desiguales a los distintos accionistas y en la consiguiente obligación impuesta al adquirente, con unas mismas condiciones a todo el accionariado, lo cual no ha devenido en modo alguno una cuestión pacífica.<sup>73</sup>

Entre los ordenamientos que han procurado atender la necesidad de tutela de los accionistas minoritarios en los cambios de operaciones de control mediante la imposición de un sistema de OPA obligatoria cabe destacar:

- FRANCIA: La reciente regulación de OPA's contenida en la ley de 2 de agosto de 1989 sobre "*Seguridad y Transparencia del mercado Financiero*" no solo confía única y excluyentemente la tutela de las minorías a la formulación de la Opa obligatoria ya que, el "*...adquirente que se haga de mas del cincuenta por ciento del capital o de los derechos de voto de una sociedad cotizada a través de la compra de un paquete accionarial de control, de uno o varios accionistas determinados puede optar, previa autorización del Conseil des Bourses de Valeurs ("CBV") por el procedimiento conocido como "garantie de cours" que le compromete a adquirir en bolsa todo los valores que le sean presentados al mismo precio por el que se verifico la cesión de control. Por lo tanto, mientras que la OPA obligatoria se activa necesariamente cuando se supera el umbral de la tercera parte del capital social o de los derechos de voto, independientemente de quien sean los transmitentes de control, la opción por el procedimiento de la garantie de cours se vincula a la obtención de la mayoría absoluta del capital social o de los derechos de voto de uno o varios cedentes determinados.*"<sup>74</sup>
- BÉLGICA: El mecanismo de la OPA obligatoria se instaura mediante la ley del 2 de marzo de 1989 "relativa a la publicidad de las participaciones importantes en las sociedades cotizadas en la bolsa y reguladora de las ofertas publicas de adquisición y sus normas de desarrollo" – siendo la norma básica a estos efectos el Decreto "relativo a las ofertas públicas de adquisición y a les modificaciones del control de las sociedades" del 8 de noviembre de 1989. La particularidad de este sistema no radica en haber

<sup>73</sup> "De hecho, puede afirmarse que el problema de la obligatoriedad de la OPA para la adquisición de una participación significativa en el capital de las sociedades cotizadas es actualmente la principal fuente de discrepancias que suscita la regulación de esta figura en el mercado europeo, al no reproducirse aquí la conformidad general con este sistema que en términos generales caracteriza a Reino Unido." conf.: GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 47 y ss.

<sup>74</sup> GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 53 y ss.

confiado la plena vigencia del principio de paridad de trato a un doble mecanismo, sin en la circunstancia que "...hace depender el surgimiento de la obligación de formular una oferta de adquisición por la totalidad de los valores de participación social de la sociedad afectada"<sup>75</sup>. En el derecho Belga la obligación del adquirente surge únicamente cuando la obtención del control haya tenido lugar "... mediante el pago de un precio superior al precio de mercado en el momento de la adquisición"<sup>76</sup>.

- ITALIA: Se encuentra prevista en una normativa completa y orgánica, es la Ley del 18 de febrero de 1992 sobre "disciplina de las ofertas públicas de venta, suscripción, adquisición y permuta de títulos"; con anterioridad las Opas únicamente eran objeto de regulación en el art. 18 de la ley N° 216 del 7 de julio de 1974 que establecía "la obligación a cargo de quien fuese a formular una OPA de comunicarlo con carácter previo a la "Commissione Nazionale per le Società e la Borsa" (CONSOB) indicando las condiciones y los términos de la misma y que facultaba también a la propia CONSOB para determinar la forma en que la oferta debía hacerse pública y los datos que habían de ser divulgados."<sup>77</sup>. La obligación de formular la OPA no se vincula aquí a la superación de determinado porcentaje, convencionalmente fijado por el legislador, por el contrario, y a efectos de esta obligación, se entiende que el control se obtiene con una participación que "...consienta disponer de la mayoría de los derechos de voto en las juntas de accionistas o que permita ejercitar -aunque sea de forma indirecta- una influencia dominante en las mismas [...] el ordenamiento Italiano, en definitiva, es el último de los derechos nacionales mas significativos dentro del continente europeo que ha venido a consagrar, en línea con el modelo instaurado por el City Code británico, un sistema de OPA obligatoria para la adquisición o consolidación del control de las grandes sociedades cotizadas."<sup>78</sup>

<sup>75</sup> GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 53 y ss.

<sup>76</sup> Es el pago de una prima o sobrepago para la obtención de control, por lo tanto el factor que desencadena la obligación de formular una OPA (o alterativamente, de acudir al procedimiento del "maintien de cours"); con lo cual la valoración de este sistema no es sencilla."; GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 55 y ss.

<sup>77</sup> GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 55 y ss., quien sugiere para interesados los comentarios que de la referida norma efectúa ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*; Soc. 1992.

<sup>78</sup> "En el nuevo sistema Italiano, y a diferencia de los derechos Británico, Francés y belga, la OPA no tiene que dirigirse necesariamente a todos los valores de la sociedad afectada, al permitirse que el oferente limite su oferta a un porcentaje determinado del capital social. El

- LA PROPUESTA DE DIRECTIVA COMUNITARIA SOBRE OPA's: No puede desconocerse la fuerza expansiva de los principios orientadores del Code, de hecho, el Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones de valores mobiliarios de 1977<sup>79</sup> (que por su carácter de norma voluntaria solo pretendía ir aproximando las legislaciones y los usos de los estados miembros en un terreno por entonces poco propicio, consagró ya este principio y en unos términos además sumamente amplios<sup>80</sup> y, pese a que el tema no era completamente novedoso, solo últimamente, con la propuesta de "Decimotercer Directiva del Consejo en materia de Derecho de Sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición" de 1990<sup>81</sup>, esta propuesta, "...considerando la igualdad de trato de los accionistas exige que se imponga la obligación de presentar una oferta a aquellas personas que quieran alcanzar cierto nivel de participación en una sociedad<sup>82</sup>". Sin embargo esta opción a favor de una OPA obligatoria no es objeto de acuerdo por parte de los distintos estados miembros, enfrentándose con fuertes reticencias por parte de algunos países<sup>83</sup>.
- ESPAÑA: Instituye el régimen de la OPA obligatoria ordinaria, el cual se encuentra contemplado -en líneas generales con las particularidades ya analizadas- en el Real Decreto 1.1197/91 y en

---

art. 110.1 de la Ley sólo establece que la oferta debe recaer, por lo menos, sobre un número de valores que en conjunto permita obtener el control de la sociedad afectada, con un límite mínimo, en cualquier caso, del diez por ciento del capital social."; GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 57 y ss.

<sup>79</sup> Aprobado mediante recomendación 77/534/CEE de la Comisión de 25 de julio de 1977 (DOCE, N<sup>o</sup> L 212/36 de 20 de agosto de 1977).

<sup>80</sup> En efecto, la Regla 3 del Código dispone que "Todo poseedor de valores mobiliarios de una misma naturaleza, emitidos por la misma sociedad debería tener la seguridad de un trato igualitario; en particular, todo acto que lleve consigo, directa o indirectamente, la transferencia de una participación que permita un control, de derecho o de hecho, de una sociedad cuyos valores mobiliarios son negociados en el mercado tendrá en cuenta el derecho de todos los accionistas a ser tratados de la misma manera."

<sup>81</sup> Esta propuesta fue presentada por la Comisión al Consejo el 14 de septiembre de 1990 (DOCE C 24, del 26 de septiembre de 1990) y modifica una anterior del 19 de enero de 1989 (DOCE C 64, del 14 de marzo de 1989).

<sup>82</sup> Conf. Preámbulo.

<sup>83</sup> Abunda sobre el particular GARCÍA DE ENTERRIA (op. cit., págs. 62 y ss.) "No solo las diferencias legislativas entre los países miembros -que son sustanciales tanto en la forma como en el fondo- dificultan este proceso de armonización. Razones de tipo estructural y cultural, como el disparado desarrollo de los mercados de valores o las diferencias de concepción en cuanto al significado de las grandes empresas o al marco de las relaciones existentes en su seno, hacen que la búsqueda de soluciones aceptable por todos los Estados resulte en este campo especialmente laboriosa y difícil [...] la principal razón justificativa del profundo desacuerdo suscitado por la propuesta de directiva y la oposición manifestada frente a la misma por varios estados miembros lo hacen un tema complejo. Especialmente significativo es el caso de Alemania y Holanda.

el artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores ("LMV"), se prevé también un régimen de excepción a la obligatoriedad de la OPA mediante el art., 4º el Reglamento de la LMV.<sup>84</sup>

- ALEMANIA: ha reiterado constante y permanentemente "sus profundas reservas en cuanto al principio mismo de la obligatoriedad de la OPA's a lo largo de todo el proceso de elaboración de la propuesta por estimar que las consecuencias económicas de tal imposición no han sido suficientemente analizadas y por temor a que la misma pueda perjudicar el funcionamiento de los mercados de valores y favorecer a los operadores económicos de mayor capacidad financiera. Si a ello se añaden las serias objeciones constitucionales que han llegado a encontrar algunos autores alemanes frente a l sistema mismo de la OPA obligatoria, así como la oposición general a la que se enfrenta en la doctrina y en el mundo empresarial de dicho país, se comprende fácilmente que este aspecto haya llegado a considerarse como el principal obstáculo para que Alemania pueda llegara aprobar la propuesta de directiva comunitaria sobre OPA's.<sup>85</sup>"
- HOLANDA: Comparte los fundamentos negativos respecto a la obligatoriedad de la OPA, por lo menos eso es cuanto surge del Informe del comité de Representantes Permanentes del Consejo de la Comunidad, de fecha 15 de Diciembre de 1989, quien formula idéntica reserva que Alemania.

Creemos ver aquí que la literatura consultada en la materia omite consideraciones de particular trascendencia, máxime en punto a lo relativo a las circunstancias determinantes del encaminamiento germano y las particularidades del sistema Holandés.

En el primer aspecto, vinculado a la posición de Alemania sobre el particular, la reserva efectuada parece estar en línea con la complejidad de su economía. Podemos disociar el derecho de la economía<sup>86</sup> pero no podemos ignorar las causas de un complejo sistema que es, en esencia, tradicionalmente diferente de la concepción clásica capitalista. A poco que andemos lo que se ha escrito en los últimos tiempos sobre el tema, encontramos en ALBERT -por todos, ALBERT, Michell<sup>87</sup>- una determinante categorización de dos modelos diferentes de capitalismo, el renano y el usual.- Todo parece indicar que, la preten-

<sup>84</sup> Interesados en el tema pueden consultar el reciente estudio de SALA I ANDRES, Anna María, *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*; J. M. Bosch, Biblioteca de Derecho Mercantil, Barcelona, 2000.

<sup>85</sup> GARCÍA DE ENTERRIA, op. cit., págs. 65 y ss.

<sup>86</sup> Como insinúan MANOVIL y PAOLANTONIO, entre otros citados a lo largo del trabajo.

<sup>87</sup> ALBERT, Michell, *Capitalismo contra Capitalismo*; Ed. Paidós, Buenos Aires, 1992.

sión de imponer al primero de ellos una metodología reñida con sus elementales reglas de mercado va a resultar un verdadero fiasco. Cuando se va de lleno a la postura de ALBERT, el descreo que en el capitalismo renano –los modelos encabezados por Alemania y Japón– se verifiquen tomas hostiles de control porque encuentra como causal obstaculizadora del fenómeno el hecho que, la mayoría de las empresas en este modelo, sean propiedad de los grandes bancos mercantiles, con lo cual la subsistencia del sistema está entroncado en un circuito de retroalimentación financiero que se autoabastece sin necesidad de recurrir a recursos ajenos: Sugerimos el detallado análisis de ALBERT por la profundidad de sus conceptos. Resulta asimismo relevante considerar en este entorno el reciente *“Nuevo Código de Conducta para ofertas Públicas de Adquisición de Valores en Procura de una mayor Transparencia en el Mercado de Capitales de Alemania”*.<sup>88</sup>

Por lo demás, el esquema Holandés tiene como particularidad respecto de las OPA's una modalidad [que pese a habérmelo propuesto desde hace un buen tiempo –en ocasión de compartir un acalorado y enriquecedor debate con los Dres. GAGLIARDO –GAGLIARDO, Mariano- y BERGEL –BERGEL, Salvador- en el marco de las Sextas Jornadas Bonaerenses de Derecho Civil; Comercial y Procesal<sup>89</sup>] instaurada socialmente como una medida “anti-OPA” o como la llama GAGLIARDO<sup>90</sup> medida “autocontrol” en virtud de lo cual enseña: Se trata de “... una medida permanente utilizada en el derecho Holandés y de interés por su vigencia y aplicación en aquel sistema, consiste en la certificación de acciones, que se traduce en un desdoblamiento funcional de la acción, separando los derechos políticos de los económicos. Tal procedimiento consiste<sup>91</sup> en la constitución por parte de la sociedad que desea certificar sus acciones –lo que es usual- y antes de la emisión, de una oficina administradora, generalmente bajo la forma de un a fundación, otorgándose las acciones a tal oficina, cuyo objeto es la gestión de las mismas, que son suscriptas por los inversores o ahorristas interesados. Las condiciones generales de administración rigen la relación entre los titulares de los certifica-

<sup>88</sup> LARRINAGA, Pablo Martín, *Nuevo Código de Conducta para ofertas Públicas de Adquisición de Valores en Procura de una mayor Transparencia en el Mercado de Capitales de Alemania*, RDBB, N° 63, Julio-Sept. 1996, págs. 707 y ss.

<sup>89</sup> Junin; Buenos Aires; 27, 28 y 29 de Octubre de 1994. Hay publicación disponible en ERREPAR, op. cit.

<sup>90</sup> GAGLIARDO, Mariano, *Toma de Control Societario y Medidas Defensivas*, Ed. Ad-Hoc; Buenos Aires, 1993, págs. 84 y ss.

<sup>91</sup> Para interesados cita consultar a: BLANCO FERNÁNDEZ, J. M. y SCHWARZ, C. A., *Medidas de rechazo de una OPA hostil en el Derecho holandés*. RDBB, 1989, pág. 131.

*dos y la oficina de administración. El dividendo social corresponde a la oficina de administración en su calidad de titular de las acciones, la que lo transmite directamente a los titulares de los certificados, que son los apostantes del capital social. El derecho de voto vinculado a la acción es ejercitado por la oficina gestora y no por los titulares de los certificados. Por su parte, la dirección de la oficina se compone, en su mayoría, por personas próximas a la sociedad, sí bien independientes de ella. Es frecuente la existencia de una relación directa entre los titulares de los certificados y la sociedad. Mas si la sociedad certifica todas sus acciones, en el caso de intento de una OPA hostil, estas no podrán llegar a manos del ofertante, pues las acciones están controladas por la oficina de administración, y lo que el proponente adquiere en el mercado bursátil son los certificados de las mismas, ámbito en el que se puede haber adquirido la mayoría de los certificados careciendo, sin embargo, del derecho de voto en las asambleas”.*

Vemos entonces que, tanto en esta materia como en cualquier otra cuyo abordaje se pretenda, cada sistema tiene sus particularidades y ellas son condicionantes de la procedencia o no frente a la importación de esquemas foráneos, por mas que se siga hablando de “globalización”.

Las dificultades encontradas por el legislador comunitario para armonizar las regulaciones de los distintos sistemas nacionales mediante la imposición de un sistema de OPA obligatoria “... ilustran claramente como este modelo, lejos de ser percibido como el único posible en la regulación jurídica de las transferencias de control<sup>92</sup> de las grandes sociedades cotizadas, sigue dando, lugar a serias desavenencias en algunos países, por la falta de acuerdo sobre su autentica fundamento y por el desconocimiento de sus consecuencias practicas. Esta discordancia, además, resulta especialmente ostensible, si el modelo británico es contrapuesto al que sin duda alguna es el otro sistema mas avanzado en materia de ordenación de OPAs, y que es, claramente, el estadounidense. El derecho norteamericano representa, en efecto, el ejemplo mas aquilatado de un modelo opuesto al británico, que configura la OPA como un instrumento de utilización puramente facultativa que el ordenamiento ofrece junto a otras formas

<sup>92</sup> Sobre el particular resulta valioso también el aporte de ODRIOZOLA, Carlos, *Acerca de las acciones de Control*, en *Estudios en Homenaje a Isaac Halperin*, Ed. Depalma; Buenos Aires, 1978; págs. 1233 y ss; RUIZ CABRERO, Jaime, *Las Ofertas Publicas de Compra (cap. XV)*; en *Los contratos Bursátiles*, Centro de Documentación bancaria y Bursátil; Madrid 1987.; MARTORELL, Ernesto, *Responsabilidad por el Control Societario*, en *Cuestiones Actuales de Derecho Societario*, op. cit. págs. 17 y ss.



*alternativas para la realización de las transferencias de control de las sociedades cotizadas.*<sup>93</sup>”

Entre nosotros, la obligatoriedad de la OPA esta asimismo condicionada a presupuestos normativos contenidos en el art. 24 del RTOP<sup>94</sup>

#### IV. LA FUNCIÓN DEL INICIADO EN ESTE CONTEXTO Y LA VALORACIÓN DEL DAÑO

El derecho a la información, como categoría jurídica, opera en distintos ámbitos, pero siempre la razón última del deber de informar en el orden normativo es la buena fe<sup>95</sup>, y aunque a veces a esta se la reputa de insuficiente<sup>96</sup> debe el principio general subsumir las reglas particulares<sup>97</sup>.

Este tipo de negocios societarios, hace propicia la aparición de la figura del iniciado, también conocido como “*Insider Trading*”; quién haciendo uso de su condición, status o circunstancia, viola el aludido deber de reserva con una finalidad pecuniaria consistente en el aprovechamiento del secreto por sí o mediante interpósita persona, para sacar rédito del incremento de los valores negociables<sup>98</sup> ante la

<sup>93</sup> GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA ...*, op. cit., págs. 65 y ss.

<sup>94</sup> “Para que una sociedad cuyas acciones estén admitidas a régimen de la oferta pública no quede comprendida en el régimen establecido en el artículo 23 del presente decreto, a más tardar en la asamblea antes referida deberá adoptar una resolución expresa por medio de la cual se incorpore a sus estatutos sociales una cláusula que establezca que se trata de una “Sociedad No Adherida al Régimen estatutario Oportivo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria”.

<sup>95</sup> Conf.: CARRIQUIRI, Ana M., DÍAZ PALACIOS, Eugenia, *Derecho de información en Derechos y Responsabilidades de las Empresas y Consumidores*, GHERSHI, Director, Ediciones Organización Mora Libros, págs. 69 y ss., Buenos Aires, 1987.

<sup>96</sup> Cronista Comercial, 23 de Agosto de 1995, contratapa, “La buena fe no es suficiente”, por Walter BROWN.

<sup>97</sup> Así lo entendió también la jurisprudencia estadounidense -Tribunal Estatal de Delaware- al afirmar esta doctrina en el en la causa *Mac Andrews & Forbes versus Revlon Inc.*, 1986, sentando el precedente de <deber tutelar> y <deber de lealdad>. En este caso la dirección de Revlon había negociado la venta de la compañía a una compradora amistosa, pero la operación fue anulada por el Tribunal de Delaware aduciendo que las condiciones de aquella habían privado injustamente a los accionistas de poderse beneficiar de otra oferta más alta, la presentada por el *raider* Ron Perelman. Como secuela de esto, los deberes de tutela y lealdad de los consejos de administración fueron tratados con tremenda seriedad en una serie de artículos de las revistas jurídicas, en particular *The Bussiness Lawyer* de Febrero de 1988 “*The Emergin Role of The Special Committee: Ensuring Bussiness Judgment Rule protection in the context of Management Leveraged Buyouts*”, por Scott V. SIMPSON, abogado del gabinete de Skaden Arps Slate Meagher & Flom. Véase *Apostoles...*, op. cit., págs. 429 y ss.

<sup>98</sup> Interesante enfoque se sigue del Análisis Jurídico de los Conceptos de “*Valor Negociable*” e “*Instrumento Financiero*”, José Enrique CACHÓN BLANCO, vertidos en *Revista De Derecho Mercantil*, N° 221, Julio-Septiembre 1996, Madrid, págs. 773 y ss. ello en el contexto de

noticia de la absorción, o cualquier otra que pueda resultarle provechosa, sea mediante venta o compra, según la posición que detente al momento<sup>99</sup>.

Ha habido en los mercados sonados casos de esta figura, que han recibido el repudio generalizado y sido generadores, en gran medida, de la crisis bursátil de 1987 a cuya sazón se impusieron multas siderales a quienes traficaron con información confidencial o bien violaron el deber de reserva que les cabía.<sup>100</sup>

Lo llamativo es que las sociedades perjudicadas no recibían de los importes de estas multas monto alguno, aún cuando la cuantía de la imposición por tal carácter fuese exorbitante.- Baste citar que, únicamente en el caso MILKEN, la SEC<sup>101</sup> se hizo de la friolera cifra de mil millones de dólares en tal concepto.

Cabe pensar que se ha producido una doble transferencia de recursos, así, el *iniciado* se hace ilegítimamente de recursos que son de los accionistas para transferirlos, ante la penalidad infracciones al organismo de contralor; lo que a todas luces parece contradecir la más

las precisiones apuntadas en el presente trabajo respecto del "valor negociable" como sustituto en el RTOP del tradicional "título valor".

<sup>99</sup> Puede abundarse en el tema, aunque circunstanciado en su contexto, en ROBLES, Juan Fernando; ANCIANO, Carmen; ÁLVAREZ, Elena, *Prácticas Incorrectas y Condiciones Abusivas en las Operaciones Bancarias*, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid; 1998.

<sup>100</sup> Para interesados en el tema pueden verse: *The Insiders, The Truth Behind The scandal Rocking Wall Street*, Mark STEVENS, G. P. Putnam's Sons, New York, 1987, especialmente cuadros págs. 251 y ss. *Inside out, a true story of greed, scandal, and redemption*, Dennis B. Levine with William HOFFER, Berkley Books, New York, 1991, *The Predator's Ball, The inside history of Drexel Burnham and the rise of the junk bonds raiders*, Connie BRUCK, Penguin Books, New York, 1989. *Barbarians at the gate*, Bryan BURROUGH, Harper Paperbacks, New York, 1992. *Los delitos Societarios, un enfoque mercantil*, Javier GARCÍA DE ENTERRIA, *Estudios de Derecho Mercantil*, Cívitas, Madrid, 1996. *Insider Trading: Sugestoes para uma moralizacao do nosso Mercado de Capitais*, en *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, págs. 3 y ss., Fábio KONDER COMPARATO, Forense, Río de Janeiro, 1978. *Problemas Actuales de la Bolsa*, J. M. NUÑEZ -LAGOS, Colección DEMOS, Editorial Ariel, Barcelona 1977. *Un caso de fraude en el Mercado de Valores, El Llamado Insider Trading*, Aída KEMERMAJER DE CARLUCCI, en *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, N° 4, Fraudes, Ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, Argentina, 1993. *El Insider Trading, o Tráfico de títulos por parte de quienes tienen acceso a información reservada: una carencia del régimen societario Argentino*, Mónica G. C. DE ROIMISIER, *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones* ("RDCO"), II-65, Doctrina, pág.1444, Ed. Depalma, Buenos Aires.- entre otros y, del mismo autor *El Insider Trading o trafico de títulos por parte de quienes tiene acceso a información reservada: Una carencia del Régimen Societario Argentino*; en *Estudios en Homenaje a Isaac Halperin*, Ed. Depalma; Buenos Aires; 1978; págs. 1443 y ss. También resultan novedosos e interesantes los planteos que pueden verse en "Aportaciones Recientes de los Tribunales Belgas en Materia de Delito de Iniciados", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N- 63, año XV, Julio-Septiembre de 1996, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, págs. 840 y ss., Madrid, 1996.

<sup>101</sup> Organismo equivalente en los Estados Unidos a nuestra Comisión Nacional de Valores.

elemental lógica jurídica generando un daño injusto.- Daño que nos vendrá explicitado por De Lorenzo<sup>102</sup> en los siguientes términos “*Uno de los cambios más importantes que se han operado en el ámbito de la responsabilidad civil, lo constituye sin hesitaciones, la transición del principio del acto ilícito al del hecho dañoso*”.- Ese era uno de los motivos por los que afirmáramos con anterioridad que no era necesaria para la configuración del ilícito el efectivo perjuicio<sup>103</sup>.

Esta falta de equidad en la transposición de los recursos generados por el *insider*, determinó la ponencia que presentáramos ante el “Primer Encuentro Argentino Uruguayo de Institutos de Derecho Comercial<sup>104</sup>” y que venimos a ratificar con absoluta vigencia<sup>105</sup>, aditiéndole la parte pertinente, que con relación al tema presentáramos a consideración del “V Congreso Internacional de Derecho de Daños”<sup>106</sup>.

## V. APOSTILLAS EN TORNO A LA EVOLUCIÓN DEL CONCEPTO DE INTERÉS SOCIAL Y LAS PRÁCTICAS DEL BUEN GOBIERNO

### V.A.) EL INTERÉS SOCIAL

No podemos iniciar consideración alguna que suponga el trata-

---

<sup>102</sup> Conf: *El Daño Injusto en la Responsabilidad Civil*, Miguel Federico DE LORENZO, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1996, págs. 13 y ss.

<sup>103</sup> Ante la defensa formulada por directivos del Grupo B & B en el sentido que no perjudicaron a nadie, afirmamos: Señores Ustedes acaban de atentar contra el funcionamiento eficiente del mercado violentando las normas de transparencia que hacen a una digna convivencia en sociedad y como tal debe ser sancionados veas: La Nación, Economía y Negocios, Secc. 2da. pág. 11, Buenos Aires, 29-01-96.

<sup>104</sup> Véase mis “*Lineamientos ...*, *op. cit.*”

<sup>105</sup> PONENCIA RELATIVA A ILICITOS SOCIETARIOS

Verificado un ilícito societario, y aplicada por el organismo de contralor la multa pertinente, deberá destinarse parte de esta a las sociedad/es perjudicada/s a fin que procedan a distribuir entre sus socios y, únicamente entre aquellos que permanecieron detentando participaciones societarias<sup>105</sup> aún durante la época crítica, la proporción que se establezca en la asamblea de accionistas encargada de aprobar el pertinente balance de ejercicio que, a esos efectos, habrá de incluir en un rubro específico el aludido recupero.-

La utilización de información confidencial, la violación del deber de reserva y toda una amplia gama de ilícitos relacionados con el uso indebido de información en negocios con accionistas (Insider Trading) debe ser sancionada no solo por el daño efectivo (propio de las relaciones de cambio) sino que debe incorporarse una figura que contemple el daño potencial por su afectación a la credibilidad (propio de las relaciones de organización), de naturaleza punitoria, con destino a la comunidad y/o a los accionistas que permanecieron dentro de la sociedad en cuestión, en resguardo de la equidad y la buena fe comercial.-

<sup>106</sup> Llevado a cabo a cabo en la Facultad de Derecho de la Universidad de Buenos Aires, el 24 y 25 de Abril de 1997.

miento del "interés social" sin tomar como pilar el magistral voto del Profesor ANAYA en el mentado caso llevado a arrojar luz en torno a la validez y oponibilidad<sup>107</sup> de un pacto de sindicación de acciones —o "convenio de accionistas" como los llama Pedrol<sup>108</sup>. A consecuencia de ello citare textuales los fundamentos del fallo en la parte pertinente pues, hacemos nuestras las palabras de BUTTY en el sentido que intentar suplir cuanto han transitado ilustres autores sería pedante e in-conducente.<sup>109</sup>

*He insistido machacadamente en la importancia que debe atribuirse al interés social como dato relevante o, mas aún, decisivo para la cuestión examinada. Repetidamente el acto aduce la ilicitud de la convención porque tendía a la satisfacción de los intereses particulares de los accionistas sindicados y no al de la sociedad. El ataque así llevado merece una consideración a partir de la noción misma del interés social, y de su relación con el interés de los socios. En sentido jurídico el interés importa una relación entre un sujeto que tiene una necesidad y el bien idóneo para satisfacerla, determinada en la previsión general y abstracta de una norma [...] relación que consiguientemente predice una posición favorable para la satisfacción de una necesidad según la enseñanza de Carelutti [...] o quizá desde una óptica más amplia, de una sustancia lícita, ahora bien, pueden manifestarse una pluralidad de intereses con relación a un bien o una pluralidad de sujetos con intereses del mismo orden sobre un bien. Ello*

<sup>107</sup> Es apropiado aquí coincidir con BUTTY, Enrique Manuel (*Sindicación de acciones: aspectos generales y particulares*, en *Negocios Parasocietarios*, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 1994, págs. 32 y ss.) en que a propósito de las eventuales relaciones entre sindicación de acciones e inoponibilidad de la persona jurídica (art. 54, T.O. LSC) "...la relación entre sindicación e inoponibilidad nunca será directa: la sindicación se traducirá en control, en sí mismo legítimo (art. 33, doctrina LSC), mientras que la inoponibilidad de la persona jurídica es contemplada por el nuevo texto del art. 54, LSC, como consecuencia del abuso de control, del cual sí se seguirá directa e inmediatamente la inoponibilidad. Luego que, además de instrumento de control, la sindicación accionaria es eficaz instrumento de negociaciones indirectas no necesariamente ilegítimas (el implemento de la técnica societaria para regular, vgr., situaciones de familia, posiciones patrimoniales o determinados modos de circulación de la riqueza sin implicancia empresaria mercantil, resultara legítima mientras se mantenga en el marco del principio general del derecho y la razón universal expresado en la Constitución Nacional, art. 19) [...] Vale decir, insistimos, no necesariamente una negociación indirecta dará lugar a consecuencias jurídicas del orden de la invalidez. Pero sí puede darlas en el orden de la inoponibilidad (la negrita es nuestra) sobre todo frente al supuesto de carencia de vocación empresarial de las sociedades empresarias, o frente al desborde de la recta técnica grupal como en el caso de unidades patrimoniales inescindibles que recurriesen a la apariencia ficta de grupos diversificados."

<sup>108</sup> Sin perjuicio de otras acepciones que pueden también verse en el interesante estudio de ROSSI, Enrique, *Oponibilidad y cumplimiento en los convenios de sindicación de acciones*, en *Negocios Parasocietarios*, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 1994, págs. 37 y ss.

<sup>109</sup> BUTTY, op. cit.; acápite.

*explica que in interés puede estar con relación a otro en situación de interferencia o de indiferencia; y, en el primer caso, en situación de conflicto o de solidaridad. Esta última posibilidad es la que se manifiesta en las relaciones asociativas<sup>110</sup>. No parece ya cuestionable que los intereses particulares de cada socio puedan encontrarse en contradicción tanto en el momento fundacional o genético como durante su funcionamiento; pero tampoco parece controvertible que la satisfacción mediata de esos intereses requiera la consecución inmediata de intereses convergentes o, en este sentido, sociales. Este interés social se torna así en instrumental respecto del interés final de cada uno de los socios. Ciertamente puede admitirse la existencia de un interés social diferenciado de un interés extrasocial, mas ello no significa que sea asimismo diverso del interés de los socios y más concretamente del interés interpretado a través de las decisiones de la mayoría de los socios. Sostener lo contrario importaría atribuir al interés social una cualidad específica y determinante que, en todo caso, resulta hasta ahora no definida<sup>111</sup> [...] o, lo que parece más grave, equívocamente penetrada por imprecisas relaciones con el llamado interés de la empresa [...] Ello no excluye que pueda haber intereses particulares de los socios en pugna o contraposición con el interés social, mas ello puede predicarse solamente en función de penalidades heterogéneas respecto de los que se relacionan a los integrantes de la sociedad, por lo que se trataría de intereses desvinculados de ese bien concreto perseguido a través de la relación solicitaria; es decir no se trataría de intereses de los socios en cuanto tales [...] Y en lo que concierne a los intereses sociales, son los socios los que deben definirlo teniendo la discrecionalidad de la mayoría los límites impuestos por el objeto social concreto [...] o, como también se ha dicho, los que resultan de los fines perseguidos y de la actividad a desplegar según la naturaleza de la empresa, el desarrollo, la productividad y la conservación de la organización a cuyo través la realiza [...] Con estos esclarecimientos puede ahora afirmarse que la consecución de los intereses de los socios no importa de suyo un vejamen para el interés social, que no es extraño superior o diferente del que concierne al socio [...] no habiéndose demostrado que medie contradicción entre ellos ni específica situación de conflicto<sup>112</sup>.*

Frente a esta incuestionable postura dotada del mayor anda-

<sup>110</sup> La negrita es nuestra.

<sup>111</sup> La negrita es nuestra.

<sup>112</sup> CNCom., Sala C, 22-9-82, autos "Sánchez, Carlos J. c/Banco de Avellaneda S.A. y otros"; voto del Doctor Jaime Luis Anaya.

miaje jurídico existente, se enfrenta la economía<sup>113</sup>: en la internacionalización de los mercados; la celeridad de sus transacciones; la calidad y vocación de los accionistas (cuyo carácter ha quedado ya apuntado precedentemente); la transpolación de las fronteras jurídicas por las grandes compañías multinacionales, entre otros fenómenos que, revolucionando día a día nuestras arraigadas concepciones, nos exigen replanteos económicos no siempre acordes a una tradicional formación leguleya.<sup>114</sup> Necesariamente, el derecho -en la rama que nos ocupa- acompaña los negocios y, por ende, debe aprehender de estos cuanto pueda para ponderar situaciones concretas frente a su acaecimiento y, en lo posible -al decir de HOLMES<sup>115</sup>- predecirlas para no quedar fuera de tiempo. Contrariamente se manifiesta MANOVIL<sup>116</sup> y PAOLANTONIO<sup>117</sup>, entre otros destacados autores.

<sup>113</sup> Sobre el particular, véase GIOFFRE, Marcelo A. y MORANDO, Mario J., *Economía y Orden Jurídico. El impacto de la juridicidad en los procesos económicos*, Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 1994.

<sup>114</sup> Al respecto pueden consultarse: TAVANO, María Josefina, *Que es el análisis económico del derecho* (pág. 11); LORENZETTI, Ricardo Luis, *Análisis económico del derecho: valoración crítica...* (pág. 61); CIURO CALDANI, Miguel Ángel, *Problemática jusfilosófica de la empresa en el fin del milenio* (pág. 91); MOSSET ITURRASPE, Jorge, *Derecho y economía (una difícil convivencia)* (pág. 105); y principalmente en lo referente a nuestra óptica PAOLANTONIO, Martín Esteban, *La retribución de los directores y el análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas* (págs. 287 y ss., en particular págs. 307 y ss.): todos ellos en Revista de Derecho Privado y Comunitario, N° 21 *Derecho y Economía*; Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe, Argentina, 1999.

<sup>115</sup> HOLMES, Oliver Wendell (Jr.), *The Common Law*; TEA Tipográfica Editora Argentina; Buenos Aires, 1964 y también del mismo autor *La senda del Derecho*, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1975.

<sup>116</sup> "Una visión demasiado economicista del derecho lleva a ponderar la calidad de las leyes en función del desarrollo económico que han experimentado los países [entendemos que la visión puede ponderar a futuro y con ello estimular la economía, con lo cual la afirmación aparece como parcialmente ajustada a nuestro criterio] Para esta concepción, los factores económicos propiamente dichos son más importantes que los factores jurídicos, de organización social y culturales. No es conveniente dejarse seducir simple y sencillamente porque funciona mejor el mercado de capitales en Nueva York o en Frankfurt. (MANOVIL, Rafael M., op. cit.) coincidimos hacia el fin de su postura, la seducción es peligrosa porque se mide en términos de resultados, no de medios y, precisamente, como nuestra vocación conlleva la concepción e interpretación de normas -medios- sería un desacierto ponderar estos en función de resultados foráneos. Debemos generar los medios locales respetando los "principios que regulan la subsistencia de la relación social preestablecida" para, ahora sí, engendrar resultados genuinos, de cualquier orden.

<sup>117</sup> "Hemos desarrollado [...] un primer acercamiento al estudio de la retribución de los administradores de las sociedades abiertas desde la óptica del análisis económico del derecho. Tal como lo señalamos [...] el hombre del Derecho no está forzado a reconocer la adecuación e una normativa determinada con base en las conclusiones de la ciencia económica. Si, en cambio, es imprescindible la valoración adecuada del aporte que tal enfoque pueda realizar. En el ámbito de nuestra indagación el análisis económico del derecho se muestra como particularmente valioso para interpretar adecuadamente el marco legal vigente señalar sus disfuncionalidades y proponer modificaciones cuya necesidad no puede vislum-

No son menos los que sostienen que la inseguridad de la especulación –principalmente en las bolsas- crea también otro fenómeno, la posibilidad de la influencia de la dirección especulativa, de que los pequeños especuladores sean “arrastrados por los grandes”<sup>118</sup>. ¿En línea con esto se orienta el nuevo concepto de “interés social”? Diera la impresión que sí, toda vez que se ha sostenido que *“En la Bolsa aparece la propiedad capitalista en su forma pura como título de renta en el que se ha transformado las relación de explotación, la apropiación de plusvalía, de una manera inaprensible. La propiedad deja de expresar cualquier relación de producción determinada y se convierte en un título de rendimiento que aparece plenamente independiente de cualquier actividad. La propiedad se ha separado de toda relación con la producción, con el valor de uso. El valor de toda propiedad aparece determinado por el valor del rendimiento, una relación puramente cuantitativa. El número lo es todo y el objeto nada. Únicamente el número es lo real, y como lo real no es ninguna cifra, la interpelación es más mística que la fe de los pitagóricos. Toda propiedad es capital y no propiedad: las deudas también son como todo préstamo del estado, capital y todo capital es igual y se encarna en trozos de papel impresas que suben y bajan en la bolsa. La verdadera formación de valor es un proceso que permanece enteramente oculto a la esfera de los propietarios y que determina su propiedad de un modo completamente misterioso”*<sup>119</sup> –la negrita es nuestra–.

En línea con cuanto antecede, parece poco probable que la noción de “transparencia”; “generación de confianza”; “estabilidad”; “seguridad” y tantas otras que aparecen en la exposición de motivos del RTOP resulten compatibles con el recurrente “misterio” que en palabras de HILFERDING caracterizan esta noción “aggiornada” de

---

*brarse utilizando únicamente el esquema conceptual tradicional del examen normativo.”; PAOLANTONIO, M.; op. cit; pág. 315.*

<sup>118</sup> Por todos: HILFERDING, Rüdolf; “El capital Financiero” (en particular Capítulo VIII, “La Bolsa de valores” :a.) los títulos Bursátiles, La especulación; b.) Las Funciones de la Bolsa; c.) Los negocios bursátiles”); Ed. Tecnos; Madrid 1985, en especial pág. 142.

<sup>119</sup> HILFERDING, R., op. cit., pág. 155, quien abunda: “La magnitud de la propiedad no parece tener nada que ver con el trabajo. Si en la tasa de beneficios se oculta ya al relación entre trabajo y renta de capital, el tipo de interés se oculta por completo. La aparente transformación de todo capital en capital productor, que lleva consigo la forma de capital ficticio, borra todo examen de la interrelación parece absurdo relacionar el interés, que cambia continuamente y puede cambiar, de hecho, independientemente de los procesos directivos de la producción, con el trabajo. Aparece como consecuencia de la propiedad de capital en cuanto tal, como fruto del capital dotado de reproductividad. Es variable, indeterminado, y con él cambia el “valor de la propiedad” [...] Este valor se presenta, tan misterioso, tan indeterminado, como el fruto. El simple transcurso del tiempo parece producir intereses, y Böhm-Bawetrk establece sobre esta apariencia su teoría del interés del capital” (pág. 156).

“*interés social*”; que naturalmente rechazamos de cuajo. En similar sentido se expresa OTAEGUI, quien juzga unívoca la aptitud del “*interés social*” pese a las variedad de situaciones en que el fenómeno se presenta, destacando que “...ninguno de los órganos sociales es titular de él [...] y con mayor razón cuando debe analizarse la cuestión frente al derecho individual del accionista o de la minoría.<sup>120</sup>”

## V.b.) LAS PRÁCTICAS DEL BUEN GOBIERNO

*Es una cuestión debatida en el derecho comparado y de actualidad en nuestro medio*<sup>121</sup> lo relativo al “*Gobierno de la Sociedad Cotizada*”<sup>122</sup>, también llamado “*Código de Buen Gobierno*”<sup>123</sup> en la terminología anglosajona “*Corporate Governance*”, cuyos antecedentes en EE.UU. se remontan a la década del '70, mientras que en Europa tiene notoriedad en años recientes<sup>124</sup>.

*El núcleo y objeto de atención es la denominada Sociedad Abierta y cotizada, quien parte de la pretensión de hacer relevante a efectos normativos, una determinada forma de organización, más o menos compleja, que ha surgido del contrato social, y las propuestas atienden, entre otros matices, a la “eficiencia”, “independencia”, “fidelidad”<sup>125</sup>, “transparencia” y “diligencia”<sup>126</sup> en la estructura y funcionamiento de las entidades aludidas*<sup>127</sup>.

<sup>120</sup> OTAEGUI, Julio C. en actualización de la obra de HALPERIN, Isaac., *Sociedades Anónimas*, Ed. Depalma; Buenos Aires, 1998, págs. 214 y ss. quien aporta numerosa cita jurisprudencial y doctrinaria.

<sup>121</sup> La novedad de la cuestión la da el hecho que, ya en febrero de 2000, la CNV y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en colaboración con el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, organizaron las *Jornadas Sobre el Buen Gobierno de las Sociedades*; que contaron el patrocinio de REPSOL-YPF, llevándose a cabo en Buenos Aires los días 28 y 29 de febrero de 2000.

<sup>122</sup> Un enfoque amplio y reciente de la cuestión puede verse en VELASCO, Gaudencio Esteban, *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Colección Garrigues & Andersen; Marcial Pons, Madrid, 1999.

<sup>123</sup> Por todos: VELAZCO, Esteban Gaudio, *¿Una Nueva Manera de Entender e Impulsar la Evolución del Sistema de Gobierno de las Sociedades Cotizadas?*, en VELAZCO, *El Gobierno...*, op. cit., págs. 25 y ss.

<sup>124</sup> Véase: FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, Luis, *El Debate Actual Sobre el Gobierno Corporativo: Aspectos Metodológicos y de Contenido*; en VELAZCO, *El Gobierno...*, op. cit., págs. 55 y ss.

<sup>125</sup> ALCALA DÍAZ, Ma. Angeles, *El Deber de Fidelidad de los Administradores: El conflicto de intereses administradores-sociedad*, en VELAZCO, *El Gobierno...* op. cit.; págs. 447 y ss.

<sup>126</sup> Véase: RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando, *El Deber de Diligencia*, en VELAZCO, *El Gobierno...*, op. cit., págs. 419 y ss.

<sup>127</sup> Abunda GAGLIARDO, M., *Régimen de...*, op. cit., pág. 1. *Estos Códigos reconocen —entre otros— diversos cauces: informe Cadbury (año 1992); informe Greenbury (año 1995); Hampel I y II (año 1998) en el Reino Unido; Informe Chair, Canadá 1994; Informe Vienot en Francia*



*Los referidos instrumentos actúan como requerimientos dirigidos a las sociedades para que, en uso de su capacidad de autorregulación, introduzcan determinados criterios de organización y desarrollo, que garanticen más participación, información y supervisión, si bien no están dirigidos al legislador ni constituyen propuestas de reforma legislativa, cuanto menos de índole general.*<sup>128</sup>

Como nota sobresaliente de los trabajos reseñados, se advierte la creciente importancia de los “Administradores Independientes” ante los “Managers” como manifestaciones de equilibrio de poderes en el contexto de la Sociedad Anónima.<sup>129</sup>

*Es que [...como hemos visto...], el desplazamiento -interno y externo- del poder de decisión societario plantea inclusive el interrogante acerca de la ubicación de la genuina facultad decisoria en la Sociedad Anónima.*<sup>130</sup>

En efecto, si bien GAGLIARDO nos habla, entre otros, de “eficiencia”, “independencia” y “transparencia” como principios inspiradores de las recientes reformas tendientes a lograr un “equilibrio de intereses” en las sociedades abiertas veremos, a lo largo del presente trabajo, que las aristas que involucra la mentada reformulación del régimen societario involucrado en los mercados de valores aparece como mucho más amplia y compleja, sin considerar aún -por su circunstancial carencia- los aspectos reglamentarios pertinentes.

El mayor aporte, en nuestra lengua, en materia de Prácticas del Buen Gobierno, se encuentra en la reciente obra de prestigiosos juristas compilada por Velazco -VELAZCO, Gaudencio Esteban<sup>131</sup>- la cual

---

1995; Informe Peteers, Holanda, del año 1997 y Código de Olivencia en España, concluido en 1998. Sin perjuicio del valioso aporte de GAGLIARDO veremos más adelante -y durante el transcurso de nuestro análisis del RTOP- la existencia de otros documentos de no menor trascendencia internacional en la materia, ciertos de los cuales son expresamente invocados en la Exposición de Motivos del RTOP, nos referimos en particular al enunciado en nuestro numeral (xvi) cuando abordamos el punto II “EL PORQUÉ DE ESTE RÉGIMEN”, este es el trabajo presentado por The American Law Institute bajo el título *Principios de Gobierno Corporativo: Análisis y Recomendaciones* -publicado por American Law Publishers; St. Paul, Minnesota, 1994, en 2 volúmenes con comentarios y notas; hay traducción disponible del mismo en: VELASCO, *El Gobierno...* op. cit, págs. 861 y ss.

<sup>128</sup> GAGLIARDO cita el interesante aporte de BISBAL y MÉNDEZ, Joaquín, *El Gobierno de las Compañías Mercantiles: Teorías Materiales y Práctica*; cuya publicación puede verse en Revista de Derecho Mercantil (“RDM”) Madrid 1997, N° 226, págs. 1685 y ss.

<sup>129</sup> Sobre este tema véase: OLIVENCIA RUIZ, Manuel, *Managers Revolution -Independents Counter- Revolution en Estudios en Homenaje al Profesor Aurelio MENÉNDEZ*, Cívitas, Madrid, 1996, T. II, págs. 2187 y ss.

<sup>130</sup> Concluye Gagliardo con cita de una interesantísima obra del Profesor Galgano, GALGANO, Francisco, *Desplazamiento del Poder en las Sociedades Anónimas Europeas*, Cívitas, Madrid, 1995.

<sup>131</sup> VELAZCO, Gaudencio Esteban (coordinador); *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*,

aporta una óptica profunda de todo el panorama existente, amén de un valiosísimo apéndice que contiene las principales disposiciones de la legislación comparada en su conjunto.

Con el efecto de la eventual consideración que pueda realizar el lector de cada uno de los “informes” disponibles<sup>132</sup>, los enunciamos seguidamente:

- “Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades: El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”; conocido como “Informe Olivencia”, Madrid, 26 de febrero de 1998.
- “Comisión Nacional del Mercado de Valores: Reglamento Tipo del Consejo de Administración Ajustado al Código del Buen Gobierno”; Madrid, 19 de mayo de 1998, el cual se integra e interpreta con las normas legales y estatutarias que le resulten aplicables y con los principios y recomendaciones de la Comisión Especial Para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (Informe Olivencia).
- “Una Propuesta de Normas para un Mejor Funcionamiento de los Consejos de Administración”. Círculo de Empresarios; Madrid, 12 de noviembre de 1996.
- “Informe del Comité Sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo” (conocido como “Informe Cadbury”); diciembre de 1992; hay publicación disponible en GEE & CO Ltd., Londres, 1993.
- Informe del “Grupo de Estudio Presidido por Sir R. Greenbury: Remuneración de los Consejos” (conocido como “Informe Greenbury”); publicado bajo el título *“Director’s Remuneration. Report of a Study Group Chaired by Richard Greenbury”*; publicado por GEE, Publishing Ltd., 1995.
- “Comité sobre el Gobierno Corporativo: Informe Final” (conocido como “Informe Hampel”) publicado por GEE Publishing Ltd., Londres 1997.
- “Principles of Corporate Governance. Analysis and Recommendation’s”; American Law Institute; American Law Publishers; St. Paul; Minnesota; 1994.
- “Directrices Sobre Cuestiones Significativas del Gobierno Corporativo”; General Motors; Washington, 1997.
- “Comité del Mercado de Valores de Toronto sobre el Gobierno

---

Marcial Pons – Colección Garrigues & Andersen, Madrid, 1999.

<sup>132</sup> Hay publicación disponible en VELASCO, G. E., *El Gobierno de...* op. cit., cuya fuente tomamos.

Corporativo en Canadá: ¿Dónde estaban los Consejeros?; Directrices para la Mejora del Gobierno Corporativo en Canadá”; Toronto, diciembre de 1994.

- “Informe del Grupo de Trabajo CNFP y CNPF: El Consejo de Administración de las Sociedades Cotizadas en Bolsa” (conocido como “Informe Vienot”), Editions Techniques Professionnelles, París, julio de 1995.
- “Informe de la Comisión Belga sobre el Gobierno Corporativo”, Bruselas, 1998.
- “Comité sobre el Gobierno Corporativo: Recomendaciones para el Gobierno Corporativo en los Países Bajos”; Amsterdam, junio de 1997.
- “Recomendaciones en Materia de Controles Societarios de la Comisión Nacional para las Sociedades y la Bolsa”; Comunicación del 20 de febrero de 1997 N° DAC/RM/97001574; Roma, 1997.
- “Texto Único Italiano de las Disposiciones en Materia de Intermediación Financiera”; Decreto Legislativo N° 58 del 24 de febrero de 1998, publicado en la Gaceta Oficial Italiana, parte 1ra., núm. 71, del 26 de marzo de 1998.
- “Ley Alemana para el Control y la Transparencia en el Ámbito Empresarial (KonTraG), Ley del 27 de abril de 1998, publicada en el Boletín Oficial Alemán, parte I, N° 24, del 30 de abril de 1998.
- “Codigo dos Valores Mobiliarios” – Decreto lei N° 486/99; Portugal; 13 de Noviembre de 1999.<sup>133</sup>

Por caso, resulta ilustrativo tener presente como eje medular de los principios rectores de la materia, aquellos propugnados por la *Organization de Cooperation et Developpement Economique (OCDE)*<sup>134</sup> que reciben prácticamente unánime aceptación<sup>135</sup>.

<sup>133</sup> Con particular incapié en la conferencia de presentación del tema pronunciada por el profesor NUNES PEREIRA, José, en el seminario sobre “Corporate Governance” promovido por la Associação Comercial do Porto, que fuera realizada en el Palacio de la Bolsa de Lisboa; el 3 de Diciembre de 1999, bajo el título *O Governo das Sociedades, o Mercado de Capitais e a CMVM*.

<sup>134</sup> Si bien destacamos la denominación más común que recibe la Organización para La Cooperación y Desarrollo Económico, no descartamos que la misma se identifica también con la sigla “OECD” (Organisation for Economic Co. operation and Development). A mayor abundamiento, pueden consultarse sus publicaciones y recomendaciones en [www.rtn.net.mx/ocde/](http://www.rtn.net.mx/ocde/).

<sup>135</sup> El Consejo de la OCDE, en su cumbre de ministros del 27-28 de abril de 1998, pidió a la OCDE que desarrollara, en conjunción con los gobiernos nacionales y otras organizaciones internacionales de importancia, así como el sector privado, una serie de normativas y lineamientos en materia de gobierno corporativo. Con el fin de llevar a cabo este objetivo, la OCDE estableció el Grupo de Trabajo ad-hoc de Gobierno Corporativo para desarrollar una serie de Principios no vinculantes que englobaran los puntos de vista de los países miembros sobre el asunto. Los respectivos principios de OCDE que serán detallados a lo largo de este trabajo,

Este cuerpo de principios se integra con: un Prefacio y un Preámbulo; una Parte Primera (relativa a los Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades) que incluye (i) los derechos de los accionistas; (ii) tratamiento equitativo de los accionistas; (iii) función de los grupos de interés social en el gobierno de las sociedades; (iv) comunicación y transparencia informativa; (v) las responsabilidades del Consejo; y una Parte Segunda (relativa a Anotaciones Sobre los Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades) que se integra con (i) los derechos de los accionistas; (ii) tratamiento equitativo de los accionistas; (iii) función de los grupos de interés social en el gobierno de las sociedades; (iv) comunicación y transparencia informativa; (v) las responsabilidades del Consejo.

Suscintamente, abordaremos únicamente los siguientes tópicos, en mérito a la brevedad que nos hemos impuesto, y toda vez que puede ahondarse la cuestión en la publicación disponible en página de internet de OCDE.

En punto a la Comunicación y Transparencia Informativa “el marco del gobierno de las sociedades debe asegurar que se presente la información de manera precisa y de modo regular acerca de todas las cuestiones materiales referentes a la sociedad, incluidos los resultados, la situación financiera, la propiedad y el gobierno de la sociedad”.

Respecto a las Responsabilidades del Consejo “el marco del gobierno de las sociedades debe estipular las directrices estratégicas de la compañía, un control eficaz de la dirección por parte del Consejo y la responsabilidad del Consejo hacia la empresa y sus accionistas”.

Por último, el marco del gobierno societario debe asegurar un trato equitativo para todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todo accionista debe contar no solo con la tutela sino con la posibilidad de obtener la reparación efectiva por la eventual violación de sus derechos, al menos, como sigue:

- Los derechos básicos de los accionistas incluyen el derecho a: (i) estipular los métodos de registro de la propiedad; (ii) transpasar o transferir las acciones; (iii) recabar información relevante sobre la

---

tienen por base las experiencias de iniciativas nacionales de los países miembros y trabajos anteriores de la OCDE, incluyendo los del Grupo Consultivo del Sector Empresarial en Gobierno Corporativo de la OCDE. Durante su preparación, los siguientes Comités de la OCDE participaron en el desarrollo de la elaboración de estos principios: el Comité de Mercado Financiero; el Comité de Inversión Internacional y Empresas Multinacionales; el Comité de Industria; y el Comité de Política de Medio Ambiente, beneficiándose así mismo del intenso intercambio de información, datos y recomendaciones de algunos países no miembros de la OCDE, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el sector empresarial, inversionistas, sindicatos y otras partes interesadas. Los principios fueron aprobados unánimemente por los ministros de la OCDE en su Cumbre de Ministros del 26-27 de mayo de 1999.

sociedad de manera periódica; (iv) participar y votar en las juntas generales de accionistas; (v) designar a los miembros del Consejo; y (vi) participar en los beneficios de la sociedad.

- Los accionistas tienen derecho a participar y a estar lo suficientemente informados sobre las decisiones que acarrear cambios fundamentales en la sociedad, tales como: (i) enmiendas a los estatutos; las escrituras de constitución u otros documentos de gobierno de la sociedad; (ii) la autorización para la emisión de nuevas acciones; y (iii) transacciones extraordinarias que deriven en la venta de la compañía.
- Los accionistas deben contar con la posibilidad de participar de forma efectiva y votar en las juntas generales de accionistas, debiendo ser informados acerca del reglamento, incluido el proceso de votación, que rige las juntas generales de accionistas:
- Se debe proporcionar a los accionistas información suficiente de forma regular concerniente a la fecha, lugar y agenda de estas juntas generales, además de una información detallada y periódica sobre las cuestiones a tratar en las mismas.
- Los accionistas deben contar con la oportunidad de formular preguntas a la junta e introducir puntos a debatir, dentro de un límite razonable, en la agenda de las juntas generales.
- Se debe permitir a los accionistas a votar personalmente o por delegación, confiriendo el mismo valor y efecto a los votos emitidos de una u otra forma.
- Se deben revelar las estructuras o convenios de capital que permitan a ciertos accionistas ejercer un control desproporcionado en contraposición a su participación accionarial.
- Los mercados de control societario deben funcionar de una manera eficiente y transparente:
- La reglamentación y los trámites que rigen la adquisición de control corporativo en los mercados de capitales, las transacciones extraordinarias como las fusiones, y la venta de partes sustanciales del activo social, deben redactarse y comunicarse de forma directa y clara para que los inversores entiendan sus derechos y posibles recursos. Las transacciones deben realizarse con precios transparentes y en condiciones justas y equitativas a fin de proteger los derechos de todos los accionistas de acuerdo con su categoría.
- Los mecanismos “antiabsorción” no se deben emplear para eximir a la dirección de sus responsabilidades.
- Los accionistas, incluidos los inversores institucionales, deben tomar en cuenta el coste y los beneficios derivados del ejercicio de su derecho de voto.

- Todo accionista de la misma categoría debe ser tratado con equidad:
- Sea cual sea su categoría, todo accionista debe tener los mismos derechos de voto. Todos los inversores deben tener acceso a información acerca de los derechos de voto asociados a todos los tipos de acciones antes de adquirirlas. Cualquier cambio de los derechos de voto debe estipularse mediante votación de los accionistas.
- Las entidades depositarias de las acciones deben emitir los votos de acuerdo con la voluntad expresa por el propietario nominal de las acciones.
- Los procesos y procedimientos de las juntas generales de accionistas deben permitir el trato equitativo de todos los accionistas. Los procesos de la compañía no deben hacer excesivamente difícil o costosa la emisión de votos.
- Las transacciones con información privilegiada y la negociación abusiva por cuenta propia deberían estar prohibidas.
- Se les debe exigir a los miembros del consejo y a la dirección que revelen cualquier conflicto de interés material en transacciones o cuestiones que afecten a la sociedad.

Entre nosotros, en líneas generales, coincidimos con BLAQUIER<sup>136</sup> que el Gobierno Corporativo involucra, además, ciertas cuestiones vinculadas a: (i) la igualdad de tratamiento para todos los accionistas<sup>137</sup>; (ii) información y transparencia y (iii) responsabilidad

<sup>136</sup> BLAQUIER, Luis, *Como Cuidar al Inversor... La Argentina avanza en su deseo de dar un horizonte previsible a los futuros inversores al haber sancionado auspiciosas normas - Decreto N° 677/2001 - que contribuyen a dar transparencia al mercado de capitales y transformarán al país en líder en materia de protección a los inversores, valorizando las buenas prácticas del "Gobierno Corporativo"*. Clarín Económico, pág. 28; 5 de agosto de 2001.

<sup>137</sup> Entendemos, con MANOVIL, que resulta más adecuado hablar en estos términos, y más particularmente en lo que él llama "Socialización de las Minorías" toda vez que, por ejemplo al referirnos a la OPA de control, la socialización de la prima es inapropiable, involucrándose aquí la diferencia de concepciones respecto de los sistemas continental europeo que se opone al norteamericano el que únicamente tiene en miras el beneficio de los capitalistas —como ya lo hemos visto— por eso es egoísta hablar únicamente de protección de las minorías. *Hay otros participantes que contribuyen quizás mucho más que el inversor puramente capitalista al éxito de la empresa. Por ejemplo, porque no repartir la prima de control entre los trabajadores presentes y pasados, jubilados o retirados, que han contribuido a que en un momento dado en el mercado pueda producirse una venta de control o un cambio de manos en la dirección de empresas.*" con su consecuente plusvalía. (conf. MANOVIL). En igual sentido GAGLIARDO -*Acciones Destinadas al Personal*, en GAGLIARDO, M., *Régimen de...* op. cit.; pág. 5- *La nueva reglamentación admite que, en oportunidad de un aumento de capital, solo una parte de las nuevas acciones a emitir sean entregadas al personal en relación de dependencia de la emisora, o bien de una o varias de sus sociedades controladas. El total acumulativo -si es corolario de una o varias decisiones asamblearias-, no podrá exceder del diez por ciento (10%) del capital social. Se sobreentiende que3 este supuesto es consecuencia de*

des de administración y dirección de empresas, puntos sobre los cuales habremos de abundar suscitadamente.

**Igualdad de tratamiento para todos los accionistas:** Resulta conveniente "...definir en el plano legal un concepto unívoco de concepto de minoría y establecer mecanismos de tutela satisfactorios...", por lo cual es productivo el espíritu del RTOP al contemplar tópicos vinculados al retiro de la oferta pública y otros similares, garantizando de esta forma un precio de salida conforme las pautas de mercado y -*solucionando así un problema que afectó la credibilidad del sistema en los últimos tiempos*-<sup>138</sup>. Por este motivo el derecho de receso tam-

---

*ejercitar el derecho de suscripción preferente. Cabe, asimismo, otra alternativa: la entrega de acciones como bonificación, mediante la afectación de utilidades líquidas y realizadas o reservas libres, o bien mediante la integración por parte de los beneficiarios, fijando al efecto las modalidades. No se advierte reparo a que esta última resulta delegada en el directorio Cuanto a la época de emisión, forma y condiciones de pago. Al igual que en la hipótesis que antecede, parece razonable idéntico límite en la cantidad de bonificaciones. Resulta factible que el estatuto contemple o bien reglamente las situaciones precedentes. El nuevo instrumento legal posibilita que coexistan en una misma persona las calidades de empleado y accionista, todo lo que no suscita mayores inconvenientes cuando los rasgos son distinguidos claramente. Por el contrario, el análisis será controvertido si la relación laboral es corolario del carácter de socio o bien si existe una vinculación diversa a la del empleado (director, síndico). De cualquier manera el derecho individual del trabajo no prescinde y, a la recíproca, admite la coexistencia en supuestos específicos del régimen de sociedades. Esta última afirmación no desatiende la advertencia de DEVEALLI, para quien la doble calidad -socio empleado- es una difícil armonización de las materias en conflicto respecto de dos concepciones distintas, sosteniendo que, salvo excepciones, el contrato de sociedad es incompatible con el contrato de trabajo, se contempla la relación de trabajo, en el hecho de su prestación y si la coordinación no es posible, debe realizarse de manera diferenciado, según la regulación legal aplicable. Mas allá de esta situación de "lege lata", en orden a que el estado de socio no excluye la condición de empleado de la sociedad que el integra., queda claro que cada contrato tiene una causa, y ante una pluralidad de causas, existirá el signo de que bajo un contrato unitario hay varios contratos: tantos cuantas sean las causas. Estas acciones para el personal difieren de los bonos para participación del personal comúnmente denominados "bonos de trabajo". El art. 227 de la LSC dispone que las sociedades anónimas pueden emitir bonos de participación que se reglamente el estatuto, bajo sanción de nulidad, y es necesaria la autorización de la asamblea extraordinaria para cada emisión (art. 235, inc. 7, LSC); además, no corresponde que el personal integre dinero efectivo a cambio de bonos en razón que solo atribuyen derecho a las utilidades y no, por el contrario, en el capital social de mediar disolución. Los bonos no se asimilan a las acciones, si bien en la hipótesis analizada ambos reconocen su causa en la relación de dependencia. En cuanto a la entrega de acciones, bajo el concepto de "bonificación", en atención a esta especial modalidad de gratificación, no será de extrañar alguna discrepancia interpretativa: si se atribuye carácter remuneratorio a las sumas que se perciben por la tenencia de bonos, a pesar de las situaciones jurídicas diferenciales, cabe imaginar que a la participación en las ganancias se le pretenda asignar una forma de remuneración complementaria de la principal, adquiriendo así actualidad advertencia señalada que en su momento efectuara DEVEALLI".*

<sup>138</sup> Por eso se ha dicho con acierto que no es necesario contemplar estos derechos ni conferirles mayor certeza a los accionistas a cuyos intereses va dirigido toda vez que "...de ahí tal vez la necesidad de aclarar derechos que ya están en la ley [LSC] pero que a lo mejor conviene exhibirlos con mayor claridad para alentar su ejercicio"; conf. ODRIOZOLA, op. cit.

bién ha sido objeto de preocupación en la reforma -particularmente en la remisión que efectúa el RTOP al art. 245, LSC- buscándose ahora un valor equitativo de la acción con una propuesta interesante en materia de costos, toda vez que “...el Directorio va a fijar ese valor y será el accionista que no esté de acuerdo con dicho precio quien deberá impugnarlo, y quien correrá el riesgo de las costas judiciales en caso que su demanda no sea aceptada”.

Otra cuestión relativa a la protección de los accionistas minoritarios es la referida a las decisiones en materia de capital social<sup>139</sup> que en nuestro sistema son tomadas por la asamblea; el directorio no tiene la facultad, como en el derecho anglosajón, de emitir acciones libremente cuando lo considere oportuno.

*Como bien dice MANOVIL, en la Argentina nadie puede, desde la función administrativa, diluir la participación del socio. Este es uno de los derechos más importantes del accionista: mantener indemne el valor de su participación. Aún cuando se considera que el régimen de emisión de acciones de voto plural es contrario a la protección de las minorías, debe estimarse si en la realidad nos e facilitaría el acceso de muchas más sociedades a la bolsa si las pudiéramos dejar venir con acciones de cinco votos<sup>140</sup>.*

<sup>139</sup> Véase en el derecho extranjero el aporte de: MACHADO PLAZAS, José, *Pérdida del Capital Social y Responsabilidad de los Administradores por las Deudas Sociales*, Cívitas, Madrid; 1997; ALONSO LEDESMA, Carmen, *El Papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las Sociedades de Capital*; en VELASCO, E. G., *El Gobierno...* op. cit., págs. 615 y ss.

<sup>140</sup> No obstante, mucho más importante que el tema del voto es la dilución de otros derechos como el de pedir información a la sindicatura cuando se tiene el 2% o que se diluya al socio minoritario y que, quedando debajo del 5%, no pueda ya pedir la convocatoria de una asamblea cuando existan razones para ello. En la reforma se ha mirado este problema sólo desde la perspectiva del mercado de capitales -que haya muchas acciones, que sea fácil que puedan pasarse más acciones al float- sin embargo el RTOP no ha considerado que “...un accionista propietario del 2.05% de las acciones, quien no desea que su proporción descienda del 2%, ni dando stock options ni permitiendo que se puedan emitir acciones sin que se le otorgue el derecho de acrecer...”, lo cual nos demuestra que estas disposiciones van claramente en contra de la protección de los derechos minoritarios. La ponderación abstracta y excluyente de la tutela del mercado de capitales tiene, necesariamente estas consecuencias. “Si el criterio es que vamos a socializar determinados valores que son del grupo de control, digámoslo claramente, en los mercados de valores hay otros negocios adicionales además que el de participar de empresas que tienen ciertas expectativas de crecimiento y de ser accionistas de ellas y tener liquidez de mercado para salir. Llamémoslo con ese nombre, pero no con el nombre de “protección del accionista minoritario” porque eso no es lo que está en juego. Por eso se presenta en materia de grupos de sociedades la mayor cantidad de eventuales conflictos, frente a lo cual resulta vital que las normas a dictarse en materia de conflicto de intereses no obliguen necesariamente a dejar la decisión social en manos de un minoritario -como lo llama MANOVIL un “infimo minoritario”- quien pone por caso que se ponga a consideración de la asamblea la fusión por incorporación de una sociedad controlada con alto porcentaje en la sociedad que la controla, o la fusión con otra sociedad del grupo. *De ser estrictos en la aplica-*



Existen en nuestra LSC dos institutos fundamentales que regulan la participación de las minorías en los órganos sociales: la emisión de acciones por clases, y el voto acumulativo<sup>141</sup>.

Como acertadamente sostiene MANOVIL -en coincidencia con PEREZ TROYA<sup>142</sup>- sería un error imponer que también se pueda ejercer el voto acumulativo dentro de cada clase de acción, porque eso terminaría constituyendo directorios con tal pluralidad de representaciones que tornarían inviables la implementación de las decisiones que le son propias.

### Información y transparencia.

Creemos haber esbozado -al tratar los temas precedentes, en particular "*La función del iniciado de este contexto y la valoración del daño*"- los principios que gobiernan la calidad y la claridad de la información. Entendemos que, todo exceso reglamentario en este sentido, más que ineficaz sería perjudicial, destacando lo valioso que el nuevo régimen incorpore exigencias de información para las sociedades emisoras los intermediarios y otros participantes del mercado, lo que habrá de redundar, sin duda, en mayor liquidez y volumen de negocios. No se nos escapa que, particularmente en materia de mercado de capitales<sup>143</sup>, subsisten asignaturas pendientes: nos hemos cansado de proclamar la sanción de una ley que haga posible la implementación de los derivados financieros, lo cual parece estar muy próximo; sin perjuicio de ello, elementos financieros de gran valor internacional que aportan un alto grado de liquidez al mercado resultan ser asignaturas pendientes en nuestro derecho positivo: la figura del *short selling*<sup>144</sup>, entre otros.

Reafirmando cuanto hemos visto, no resulta prudente confundir

---

*ción del art. 248 el controlante no podría votar, y tal vez el 1% o el 2% de los accionistas que estén presentes en la asamblea, puede impedir una reorganización societaria que es favorable para todos.*

<sup>141</sup> Que permite una representación de una minoría razonable en todos los directorios.

<sup>142</sup> PEREZ TROYA, Adoración, *La Tutela del Accionista en la Fusión de Sociedades*, Cívitas, Madrid, 1998.

<sup>143</sup> Sobre el particular, y a mayor abundamiento, véase además: GÓMEZ INIESTA, Diego José, *La Utilización Abusiva de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Mc Grau Hill; Madrid, 1997, BALZARINI, Paola, *La Disciplina Giuridica dell Mercato Finanziario: OPA; Insider Trading; Quotazione en Borsa; SIM; Banche*, EGEE, Milano, 1991, IZQUIERDO, Mirian, *Los Mercados de Valores en la CEE (Derecho Comunitario y Adaptación al Derecho Español)*, Cívitas, Madrid, 1992, FERNÁNDEZ ARAOZ GÓMEZ, Alejandro; IÑIGO GÓMEZ, Acebo; MOYA, Jordana, *La Colocación Privada de Valores*, Cívitas, Madrid, 1999.

<sup>144</sup> Véase al respecto nuestro trabajo "*Short Selling*" ponencia presentada a consideración de las "Jornadas Internacionales de Derecho Comercial y II Encuentro Uruguayo Argentino de Institutos de Derecho Comercial; Colonia del Sacramento, Rep. Oriental del Uruguay, 1997.

aspiraciones relativas al mercado de capitales con modificaciones del código de fondo.

### Responsabilidades de administración y dirección de empresas.

Otra norma trascendente, es la que cambia el criterio de la acción de responsabilidad<sup>145</sup> o de la acción de nulidad (o el planteo de violación del interés social, porque tiene como meta que se impida el efecto extorsivo que muchas veces tienen las normas de protección a los minoritarios<sup>146</sup>). Por eso, se ha sostenido que *“Cuando la ley dice que el accionista que quiere hacer valer la responsabilidad de los directores puede optar por hacerla valer por el daño que **proporcionalmente**<sup>147</sup> (la negrita es nuestra) le causa la decisión que haya tomado el directorio, está facilitando, por un lado, el ejercicio de la acción, porque no lo obliga a embarcarse en una acción de grandes dimensiones. Y por otra parte, permite que la sociedad desinterese del eventual daño que haya producido a quien lo está reclamando.”* Esto posibilita no forzar la modificación de decisiones que no han sido motivo de queja por el resto de los accionistas, y que hasta eventualmente pueden haber favorecido en otros aspectos de la actividad al patrimonio de la sociedad.

Es así mismo provechosa, por lo convergente de la comunicación que importa, la designación del un director responsable en relaciones con el mercado, de carácter optativo para las sociedades, debiendo su elección liberar de las responsabilidades consecuentes al resto de los directores involucrados<sup>148</sup>.

<sup>145</sup> Sobre el tema véase: QUIJANO GONZÁLEZ, Jesús, *Responsabilidad de los Consejeros*, en VELASCO, E. G., *El Gobierno...* op. cit., págs. 537 y ss. Respecto a las reformas que se introducen en el régimen de la LSC disiente VIDELA en estos términos; *“No se comparte el cambio de enfoque al marco de responsabilidad de los directores y los accionistas de control. La introducción de la responsabilidad fiduciaria no solo incorpora un concepto ajeno al ámbito de actuación de los directores sino que además abandona toda interpretación jurisprudencial sobre el deber de lealtad y la actuación de un buen hombre de negocios, mereciendo la misma consideración la obligación de generar un mayor valor económico.”*

<sup>146</sup> Toda la óptica vinculada a la cuestión de la responsabilidad del directorio puede ampliarse en las obras de: GAGLIARDO, Mariano, *Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas* (trabajo laureado con el premio de la Academia de Derecho), Ed. Abeledo-Perrot, 2da. Edición, Buenos Aires, 1994 y el interesante y novedoso trabajo *El Directorio en las Sociedades Anónimas. Estudios en Homenaje al Prof. Consulto Dr. Carlos S. Odriozola* (de sus colaboradores de cátedra), Ed. Ad-hoc, Buenos Aires, 1999.

<sup>147</sup> Por eso se ha dicho con acierto que *otra modificación trascendente es la supresión de la responsabilidad solidaria. “La responsabilidad será juzgada en forma individual y será en consecuencia ilimitada, pero no solidaria.”* Conf. ODRIOZOLA, op. cit.

<sup>148</sup> Véase además, VELASCO, Esteban Gaudencio, *La Renovación de la Estructura de la Administración en el Marco del Gobierno Corporativo*, en VELASCO E. G., *El Gobierno...* op. cit., págs. 137 y ss.; en particular ALONSO UREBA, Alberto; RONCERO SÁNCHEZ,

Siguiendo a GAGLIARDO<sup>149</sup> hacemos nuestras sus inquietudes en torno al tema de la responsabilidad de los directores por los méritos que conlleva su calificada doctrina así, “...los artículos 75 y 76, en un orden observable, tratan respectivamente, de la “Acción social de responsabilidad” del Art. 276, Ley 19.550 y luego se considera la “Responsabilidad de los directores”. El orden legal, en nuestra opinión, debió ser inverso: primero la causa y luego su efecto. Sin perjuicio de ello, el considerando que acompaña al texto integral, destinado al Art. 75 señala que a admitirse el ejercicio de la acción social por parte del accionista por el daño parcial sufrido indirectamente, se reconoce al mismo tiempo el derecho del demandado –cuando haya sido imputado de responsabilidad por el total del perjuicio que se alega haber sufrido por la sociedad-, a optar por allanarse al pago a los accionistas demandantes por el monto del resarcimiento del perjuicio indirecto que se determine como sufrido por aquellos en proporción a su tenencia accionaria. Se destaca que así se logra un equilibrio entre los derechos de los accionistas minoritarios y los de control, “evitando posibles situaciones de abusos de minorías”. De esta manera se altera sustancialmente respecto de las sociedades cotizadas, la letra y el espíritu del Art. 276, Ley 19.550, mediante la previsión de una variedad de situaciones con características especiales.

*La primera alternativa es el ejercicio de la acción social deducida por cualquier socio reclamando el total del resarcimiento en beneficio de la sociedad, a raíz del transcurso del término de tres meses, computando desde la fecha del acuerdo (Art. 277) y ante la inacción de la sociedad.*

*La segunda variante en el marco de la acción social es el derecho de acción del socio particular en caso de daño indirecto, cuya reparación lo será en proporción a su tenencia accionaria, ingresando la indemnización en su propio patrimonio, y reconoce su procedencia en la oposición contemplada en el Art. 275 Ley 19.500 (Acción social de responsabilidad ut singuli).*

*Un tercer matiz, sui generis en lo formal y sustancial, es el contenido en el ap. 2 Art. 75. En efecto se genera en el director accio-*

---

Antonio, *Sistema de Elección de los Consejos. Comité de Nombramiento*, en VELASCO, E. G., *El Gobierno...* op. cit., págs. 211 y ss.; SACRISTAN REPRESA, *El Presidente del Consejo*, en VELASCO, E. G., *El Gobierno...* op. cit., págs. 245 y ss. y FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, Luis, *El Secretario del Consejo de Administración*, también en VELASCO, E. G., *El Gobierno...* op. cit., págs. 273 y ss.

<sup>149</sup> GAGLIARDO, Mariano, *Responsabilidad de los directores*; en GAGLIARDO, M., *Régimen de...* op. cit., pág. 7.

*nado –por cualquier socio-, por responsabilidad y en ejercicio de la acción social (art. 276 y 277 LS) a raíz del daño integral a la sociedad, la prerrogativa de allanarse a compensar al accionista –o accionistas- el perjuicio indirecto sufrido por estos acorde a sus respectivas tenencias. De allí pues que en esta última modalidad, se produzca un cambio en el curso de la acción suyos mayores matices sabrá la jurisprudencia ponderar.*

*Y si la acción fuera interpuesta tanto por la sociedad como un accionista individual, la sentencia con virtualidad de cosa juzgada en beneficio o de manera adversa respecto de ambos, solo tiene alcances para las partes.*

*La exigencia del Art. 76 es sobreabundante e innecesaria, máxime cuando el considerando pertinente señala –en nuestra opinión equívocamente- que “el precepto no significa en modo alguno una atenuación de la responsabilidad del órgano de administración sino que permitirá una más adecuada atribución de responsabilidad ante faltas al deber de diligencia. Si bien, los considerandos una ley, cuanto cualquier exposición de motivos, notas o apostillas a un texto legal, no resultan vinculantes ni configuran derecho positivo, no debe desmerecerse el alcance de su valor interpretativo. En punto a ello, ente de la reforma de la Ley 22.903 “... introduciendo el acertado apartado al Art. 274 y configurando el llamado “director delegado”, se sostuvo la necesidad de una mesurada interpretación acerca de la responsabilidad de los directores.*

*La enmienda a la disposición citada es clara: la virtualidad de la previsión surge del estatuto, reglamento o decisión asamblearia debidamente registrada, cuyos alcances son:*

1. Si atemperan las proyecciones de la solidaridad legal respecto a los restantes miembros del directorio
2. Inoponibilidad de la asignación de funciones no publicada e inscripta en la Inspección General de Justicia (Arts.5, 6 y 12, LS), y oponibilidad de la que hubiere cumplido tales recaudos.
3. Subsistencia de la “protesta” (Art. 274) como medio idóneo de liberación, ante ulteriores compromisos de orden patrimonial.
4. Por último, y de real significación, readquiere vigencia el principio por el cual las faltas son personales, produciéndose la individualización o personalización de la responsabilidad.
5. La atribución de responsabilidad en un solo director –sino hubiere coautoría o participación- “no atenua” la obligación de resarcir, pues la excluye.

## VI. ARBITRAJE. ¿SOLUCIÓN NOVEDOSA ENTRE MERCADERES?

La historia jurídica y económica mundial esta plagada de ejemplos acerca de la función de los árbitros y amigables componedores, desde lo más remoto de los tiempos.<sup>150</sup>

La celeridad en los pronunciamientos era entonces una cuestión quizá, más importante en términos absolutos que en la actualidad. Las ferias y mercados así lo requerían -tanto más cuanto más rudimentarios- dada la estacionalidad- y perentoriedad- de sus productos, por cuanto empiezan a concebirse instancias de resolución de conflictos entre mercaderes, encaminadas por quienes detentan el "know how" - o se acercan a el por la regularidad en que les son formuladas determinadas consultas profesionales, es el caso de los notarios que acompañaban permanentemente a los comerciantes<sup>151</sup>- sentenciar en conse-

<sup>150</sup> Interesados en el tema pueden consultar VÁZQUEZ DE PRADA, Valentín, *Historia Económica Mundial*, EUNSA, Ediciones Universidad de Navarra S. A., Pamplona, 1999, en particular págs. 22 y ss., LE PERA, Sergio, *Common Law y Lex Mercatoria* y VÍTOLO, Daniel R., *Lex Mercatoria*, ambos en Elementos de Derecho Comercial, Ed. Astrea, Buenos Aires, 1988; y CARNACINI, Tito, *Arbitraje*, Ediciones Jurídicas Europa América EJEA, Buenos Aires, 1961, especialmente *Antecedentes Históricos*, págs. 11 y ss.

<sup>151</sup> "La prosperidad de ciertos comerciantes italianos tiene en gran parte su origen en las operaciones financieras y comerciales que llevan a cabo por cuenta del Papado, una de las grandes potencias monetarias de la Edad Media; sobre todo en el siglo XIV, cuando el Papado de Aviñón, exagerando la fiscalidad pontificia, drena hacia las cajas de la curia y de las compañías italianas -predominantemente florentinas- que le hacen las veces de banqueros, una parte de los recursos de la Cristiandad. Además de los beneficios propiamente financieros y comerciales de tales operaciones los grandes mercaderes obtienen privilegios -exención de impuestos, designación de componedores para dirimir sus diferencias y participación en el gobierno- que tienen profundas repercusiones en su posición económica. Es asimismo la época en que la legislación comercial se define en un sentido que, al garantizar mas estabilidad y más celeridad en los negocios por las vías alternativas referidas, beneficia antes que nada a los mercaderes. Desde los inicios de la revolución comercial vemos como los señores y los soberanos, y particularmente los Papas a través de los cánones conciliares, conceden su protección a los mercaderes itinerantes, componen diferencias, expiden salvoconductos (uso que se remonta a la más alta Edad Media, en los que ya las inmunidades concedidas a los eclesiásticos les convierten en <comerciantes privilegiados>), construyen edificios especiales para albergar a los mercaderes y a sus mercancías -el mas celebre será el "Fondacco" de los mercaderes alemanes en Venecia-. Como hemos visto, el éxito de las Ferias ha sido facilitado en gran medida por la protección que la autoridad secular del lugar en que se celebra concede a sus participantes. Se va desarrollando una legislación comercial, primeramente obre de los pronunciamientos de los propios mercaderes, como por ejemplo en el famoso "Tribunal della Mercaanzia de Florencia", que como veremos va a constituir uno de los fundamentos del poderío político de los grandes mercaderes florentinos, quienes se van a ir situando progresivamente en su interior, en razón de conocer un oficio reservado para pocos, el que luego se desarrollará a escala internacional y recién siglos después se insinúa en la legislación pública. En el ámbito mediterráneo por lo menos, los contratos y los litigios comerciales ponen en primera fila y motivan la proliferación conjunta de una multitud de notarios -personajes que son los auxiliares de los mercaderes, quienes concilian asimismo en cuestiones cuya trascendencia no admitía la considera-

cuencia, esto es, requerido entonces o a la secular, o al referido notario o bien a otro mercader, el que era designado por los propios contendientes o bien por un tercero llamado por esos a hacerlo.

Recordamos que el tema de la conveniencia, o no, respecto de las instauración de procedimientos arbitrales en materia societaria no es ajeno a nosotros. Así, "*Se coincidió (por la afirmativa) también en la posible utilidad de reservar a la I.G.J procedimientos arbitrales o de solución de conflictos solitarios institucionales, excluidos del art. 5 de la ley 22.315.*"<sup>152</sup> (...sobre la base que una justicia lenta no es tal y la celeridad de los negocios requieren otra alternativa sobre la base que...) *Las deficiencias o dificultades circunstanciales de los organismos públicos para cumplir sus funciones, no son argumentos científicamente válidos para postular la supresión de aquellos, sino que deben revisarse y, en su caso, acotarse esas funciones y procurar perfeccionar ese ejercicio acotado. Cuanto mayor sean las libertades económicas de los particulares, mas debe velarse por ello.*"<sup>153</sup>.

Valiosísima resulta al respecto -aunque circunscripta en su ámbito de aplicación, al Mercosur- la contribución de KLEIDERMACHER<sup>154</sup> quien plantea "...la propuesta de un nuevo régimen legal (...en el cual se imponga...) una nueva concepción por la cual un proceso privado pueda desarrollarse sin necesidad de intervención judi-

---

*ción secular, aún menos Papal, quienes deben una gran parte del auge que experimenta su profesión y cuyo cometido histórico ha proseguido hasta nosotros porque sus archivos son una de las mas ricas fuentes de documentación y de pronunciamientos sobre el mercader y el comercio medievales. Donde quiera que vaya el mercader, el notario le sigue: encontramos a los notarios en Armenia, en Crimea; también están a bordo de los buques, y así, por ejemplo, vemos a uno de ellos levantar acta navegando en aguas de Creta el día 16 de Noviembre de 1283, a petición de mercaderes genoveses en ruta con sus mercancías hacia Chipre y Armenia y que están furiosos porque el capitán de la nave, con desprecio de sus compromisos, desvía su embarcación hacia Bizancio. Por el contrario, en el ámbito hanseático quienes desempeñan el cometido de los notarios son las autoridades publicas -municipales o corporativas, y hoy a menudo hay que recurrir a los documentos oficiales para tener acceso a las operaciones del mercader medieval en el mundo del norte.* (la negrita es nuestra). Conf.: LE GOFF, Jacques, *Mercaderes y banqueros en la Edad Media*, Ed. Oikos-Tau S.A., Barcelona, 1991, págs. 28 y ss.

<sup>152</sup> Inspección General de Justicia. Ley Orgánica. [deroga la Ley N° 18.805], y es reglamentada por Decreto 1483/82.

<sup>153</sup> Síntesis de la exposición del Dr. Guillermo RAGAZZI; realizada el 12/5/92 en el Instituto de Derecho Comercial de la Universidad Notarial Argentina, UNA, en el marco del debate sobre "Cuestiones actuales de Derecho Societario", La Plata, Argentina; Hay publicación disponible cuya fuente tomamos, Ed. Universidad Notarial argentina.

<sup>154</sup> KLEIDERMACHER, Arnoldo, *Nuevo régimen legal del arbitraje para conflictos societarios. Pautas de interpretación jurisprudencial. Adopción del régimen arbitral para el Mercosur*, ponencia presentada a consideración del "Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa - V Congreso Argentino de Derecho Societario", en *Derecho Societario y de la Empresa*, Ed. ADVOCATUS, Huerta Grande, Córdoba, Argentina, t. II, págs. 397 y ss.

*cial y, en su caso, una regulación normativa específica para su accionar.*"<sup>155</sup>

No es menor el aporte reciente de la doctrina tendiente a encontrar en el arbitraje una solución amplia, diligente y económica en cuanto toca conflictos societarios<sup>156</sup> ni generales del derecho<sup>157</sup>.

Convengamos que si bien "...la doctrina vigente en la argentina encabezada por Hugo ALSINA, se enrolo en la teoría jurisdiccionalista [dentro de nuestro régimen] no puede negarse el carácter jurisdiccional de la función arbitral. Pues bien el arbitro solo tiene los poderes que los compromitentes le han conferido, es un juez cuya decisión se impone a las partes con la misma autoridad de una sentencia, puesto que la que esta tiene lleva fuerza ejecutiva y autoridad de cosa juzgada"<sup>158</sup>.

Como hemos insinuado anteriormente, sin pretender sustituir a la jurisdicción como función de monopolio del Estado, en determinados supuestos, el "legislador" "autoriza"<sup>159</sup> a las partes a resolver sus conflictos mediante un mecanismo distinto de la función jurisdiccional. Otras veces es la ley quien "inspira" el arbitraje a los particulares para permitir la dilucidación de conflictos de interés especiales<sup>160</sup>.

Surgen así entre otros, el Tribunal de Arbitraje General de la

<sup>155</sup> Cuya lectura sugerimos por las calidad intelectual de sus apreciaciones y los relevantes aspectos citados de la doctrina y jurisprudencia extranjera en la materia.

<sup>156</sup> Por todos véase "Congreso Iberoamericano de derecho Societario y de la empresa -V Congreso de Argentino de Derecho Societario- Huerta Grande, 1992, t. II, op. cit: CASASOLA, Armando A. J., *El arbitraje como solución de conflictos Societarios* (pág. 409), GULMINELLI, Ricardo Ludovico, *Conflictos Societarios: procedimientos Societarios, administrativos, judiciales y arbitrales. Intervención de terceros* (pág. 419, particularmente págs. 427 y ss.), BELMES, Lidia; MESSINA, Susana; ZINGMAN de DOMÍNGUEZ, Nydia, *Arbitraje en los conflictos Societarios* (pág. 437), ARBONES, Mariano, *El arbitraje como alternativa jurisdiccional* (pág. 440); RUZZON, Favio Orlando, MALDONADO, Cesar, *Solución Arbitral* (pág. 463); LEDESMAQ, Angela Esther, *Eficacia del laudo Arbitral* (pág. 465, especialmente en nuestro tema 473 y ss.); PLINER, Marta Perla; FARHI DE MONTALBAN, Diana, *La solución de los conflictos Societarios a través del arbitraje institucional* (págs.481 y ss.); DALLA VIA, Alberto Ricardo, *La solución de controversias en el ámbito del Mercosur*; entre otros.

<sup>157</sup> Véase sobre el particular: BRISEÑO SIERRA, Humberto, *Arbitraje Nacional e Internacional*, en *Cuadernos de Derecho Procesal -Nº 1-*; Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe; Argentina, 1983, págs. 25 y ss. y ALCONADA ARAMBURU, Carlos R. S., *Arbitraje y Abogacía*; monografías jurídicas Nº 77, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1962.

<sup>158</sup> Véase ALSINA, Hugo, *Tratado teórico práctico de Derecho Procesal civil y Comercial*, 2ª. Ed. Ediar Sociedad Anónima Editora, Comercial Industrial y Financiera, Buenos Aires, 1965, t. VII (*Juicios Especiales*; ...actualizado por CUADRAO, Jesús), págs.17 y ss. -en particular págs. 72 y ss.-).

<sup>159</sup> Con las reservas apuntadas a inicios del presente trabajo.

<sup>160</sup> Apréciase como se retoma a los orígenes del asunto. Es que en ciertos temas específicos se requiere un conocimiento del negocio que sé esta reservado a unos pocos. Quienes negocian específicamente haciendo de ello su profesión habitual.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires<sup>161</sup>; el Tribunal de la Cámara Arbitral de Cereales<sup>162</sup>; de la Cámara Argentina de Comercio<sup>163</sup>, cada

<sup>161</sup> "Sin lugar a dudas el Tribunal Arbitral más activo que existe en la República Argentina (...sin perjuicio que en otras ciudades como Rosario hay tribunales homónimos...) uno de sus objetivos es fomentar el arbitraje como medio de solución rápida y amigable de las cuestiones o litigios [...] Corresponde al tribunal de arbitraje General, el reconocimiento de toda cuestión que surge de la interpretación y cumplimiento de actos, contratos u operaciones de comercio. (no limitándose únicamente a los socios, ni a los contratos que hayan sido inscriptos previamente en ella, sino que ) es competente con relación a los recursos interpuestos contra las resoluciones definitivas de las entidades adheridas. Tiene el carácter de árbitro arbitrador amigable componedor. Una vez pronunciado y notificado el laudo sólo procede la aclaratoria dentro de los tres días hábiles de su pronunciamiento, sin que se altere su sustancia, pudiendo las partes en igual plazo hacer lo propio; pudiendo determinarse las sumas liquidadas que establezca el laudo a cargo de la parte vencida y aplicar multas previstas en el laudo para casos de incumplimiento u obstrucción y la aprobación de liquidaciones que permitan el cobro judicial (Reglamento Tribunal Arbitral ["RTA"] art. 62) no admitiéndose contra el laudo arbitral recurso alguno, pudiéndose solamente solicitar judicialmente su nulidad por vía de acción (RTA; art. 63). Es destacar la coerción con que se cuenta para exigir el cumplimiento del laudo, ya que las partes no deben recurrir a la justicia ordinaria para que sea ejecutado y el mismo estatuto prevé las sanciones imponibles a los que los incumplieran en estos términos "Los laudos arbitrales debidamente notificados deben ser cumplidos por las partes en el plazo previsto en los mismos. En caso contrario la parte interesada podrá pedir al Consejo y dentro del término de seis meses que apliquen las sanciones previstas en el art. 66" -vale decir: multas, dejar constancia en el legajo personal, etc.; sin perjuicio de ejercitar las acciones que se crea con derecho ante quien corresponda. Además se anotará en una pizarra en el recinto de la Bolsa, el nombre y apellido de la persona o la denominación de la entidad inculpa en el incumplimiento, haciéndose saber las acusas del mismo. Tal publicación se verificará durante ocho días. Si se tratare de un contratante que no sea socio de la bolsa, se tomará en cuenta tal situación a fin de que no pueda en lo sucesivo registrar contrato alguno en ella o en sus cámaras gremiales, cámaras; mercados y Entidades Adheridas, hecho que a su vez será puesto en conocimiento de las diversas entidades mediante una circular.

<sup>162</sup> En materia de granos las partes someten su controversia a la jurisdicción arbitral, a través del llamado Arbitraje Institucional de las cámaras arbitrales de Cereales, que actúan como amigables componedores. "La eficacia del laudo dictado por estas fue cuestionable pues llegaron a dictar fallos sin llamar a las partes a suscribir el compromiso arbitral. Esto privara al laudo de fuerza ejecutiva, ya que los jueces entendieron que el tribunal no estaba constituido en debida forma y le negaron el acceso a la ejecución forzada. Por ello, con el dictado del decreto ley 6698/63, se dispuso que "los litigios ante las Cámaras o Tribunales Arbitrales de granos sobre compraventa de granos y subproductos cuya comercialización haya sido reglamentada por la Junta Nacional de Granos, no tienen necesidad de celebrar el compromiso arbitral" (art. 37) dejándose sentado que , una vez firme y consentido, el laudo causa ejecutoria, pudiéndose ordenar medidas cautelares y proceder a su ejecución por el procedimiento que los códigos procesales autoricen, sea para la ejecución de laudos arbitrales o de juicio ejecutivo, si el primer supuesto no estuviere previsto. MORELLO-MORELLO, Augusto Mario, *El Arbitraje de la Bolsa de Cereales*, J.A. 15-5-85) señala que se esta forma se da a los litigantes la certeza de que la solución a la que arribe el arbitro podrá ser compulsivamente ejecutada. Cabe acotar que dicha norma de fondo se contradice con la previsión del Código Procesal civil y Comercial de la Nación ("CPCCN"), que exige la forma del compromiso arbitral , lo que no modifica su validez. El procedimiento que debe seguir el tribunal esta previsto por el decreto 1918/81. La sentencia es impugnabile por vía de revocatoria o apelación ante la Junta nacional de Granos. Pero no ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación. Para mayor abultamiento, véase: LEDESMA, *Eficacia...* op. cit., págs. 473 y ss.

<sup>163</sup> Lo hace respecto de toda cuestión o divergencia que se suscite entre sus socios, referente a la



uno de ellos con sus respectivos "Regímenes Arbitrales"<sup>164</sup> y sus particularidades, tanto procedimentales cuanto históricas.

En nuestro suelo, la ejecutabilidad y consecuente recurribilidad, o no, del laudo se ha encontrado condicionada, no tanto a cuestiones de índole procesal, cuanto a tendencias políticas y a las materias que eran objeto de su pronunciamiento. Así, frente a una concepción primigenia que hacía lugar prácticamente a todas las cuestiones<sup>165</sup> sometidas a tribunales arbitrales, se comenzó a cercenar la facultad de ello y, consecuentemente, la validez de los pronunciamientos emanadas desde tribunales de esta naturaleza, toda vez que ahorra, cuanto prometía ser una vía acelerada de solución de conflictos, no resultaba ser otra cosa que un "prolegómenos" de la instancia jurisdiccional tradicional, lo cual generaba su obvio descontento entre los operadores, naturalmente que en los de buena fe<sup>166</sup> ya que conocida esta postura no se demora la inteligencia en utilizarla como medio de dilación de la ejecutabilidad del oportuno cumplimiento de los compromiso incumplidos. En este marco la tendencia política dominante -de neto contenido estadual- termino con las expectativas practicas de quienes opta-

---

interpretación, ejecución o resolución de un contrato u operación comercial, sometándose el juicio a decisión de arbitradores amigables componedores. El laudo que se dicte será sin sujeción a forma legal alguna (conf. Reglamento de Arbitraje ("RA"), art. 9 t.o. con las modificaciones aprobadas por el Directorio, el 110-05-78; publicación disponible en Boletín de la cámara de Comercio de Buenos Aires) ya que el tribunal determinará al laudar el termino dentro del cual deberá ser cumplido su fallo. Contra las resoluciones del tribunal arbitral, no cabra recurso alguno (RA, art. 34), sin embargo las partes podrán pedir aclaratoria dentro de las 24 horas, a contar desde la notificación, para subsanar errores, o aclarar conceptos y suplir cualquier omisión en que se hubiere incurrido sobre alguna de las cuestiones planteadas en el juicio, pudiendo en igual plazo actuar en consecuencia el tribunal, de oficio (RA, art.33). Lo dicho no impide la interposición de la acción de nulidad a que se refiere el art. 771 del CPCCN. La Cámara tiene facultades sancionatorias por incumplimiento del laudo y/o pagos de lo que corresponda abonar dentro de los plazos fijados por el Tribunal Arbitral (RA, art. 36). A mayor abundamiento: LEDESMA, *Eficacia...* op. cit., págs. 476 y ss.

<sup>164</sup> Por caso, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires dispone -y difunde, con numerosa inclusión por nuestra parte en casi la totalidad de los contratos que sugerimos instrumentar a nuestro clientes- su "*Régimen Arbitral*" -disponemos de la edición de 1997- en el que se da cuenta de la parte pertinente del Estatuto que instituye el Reglamento Orgánico del tribunal de Arbitraje General y Normas de Procedimiento, que contiene 89 artículos y un "*Modelo de Cláusula Compromisoria*" del siguiente tenor "*Toda controversia que suscite entre las partes con relación a este contrato, su existencia, validez, calificación, interpretación, alcance, cumplimiento o resolución, se resolverá definitivamente por el Tribunal de Arbitraje general de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires de acuerdo con la reglamentación vigente para el arbitraje... (indicar si de derecho o de amigables componedores) que las partes declaran conocer y aceptar*".

<sup>165</sup> Naturalmente que quedaban expresamente al margen aquellas relativas a derechos indisponibles vgr. familia, etc.

<sup>166</sup> Entre otros pueden consultarse: CSJN, 27-12-74, LL, 1975, A, pág. 541; Cám. Com. Cap. JA 30-166; 35-10-15; Cám. Civ. S.B. Cap. JA, 10-777; CSJN, 22-9-83; LL; 1984 A, pág. 672, N° 1115.

ban por la “justicia alternativa”.

En punto a lo expuesto, coincidimos con MANOVIL en que *“La incorporación (al RTOP) de un régimen arbitral es una gigantesca revolución. Para las sociedades que cotizan va a significar un acceso a la justicia mucho más barato, mucho más rápido y una solución de conflictos que favorece a todo el mundo, a quien lo plantea y también a quienes es demandado”*<sup>167</sup>. así se ha dicho que por ello, *“...un aporte que todos han elogiado [...] es la implantación del arbitraje. Es decir, la posibilidad de que las cuestiones que se susciten entre el accionista y la sociedad emisora se resuelvan, según lo decida el accionista -con las reservas que veremos más adelante- por la vía judicial o por la vía arbitral.”*<sup>168</sup>

Sin perjuicio de ello, la imposición que hace el RTOP a las entidades autoreguladas<sup>169</sup> de disponer en su seno -dentro del plazo de seis meses computados desde la publicación del decreto del RTOP- de un *“...Tribunal Arbitral permanente, al cual quedarán sometidos en forma obligatoria las entidades cuyas acciones, valores negociables, contratos a término y de futuros y opciones coticen o se negocien dentro de su ámbito, en sus relaciones con los accionistas inversiones (...comprendiendo en la referida jurisdicción arbitral...) todas las acciones derivadas de la Ley N° 19.550 y sus modificaciones, incluso las demandas de impugnación de resoluciones de los órganos sociales y las acciones de responsabilidad contra sus integrantes o contra otros accionistas, así como las acciones de nulidad de cláusulas de los estatutos o reglamentos (...debiendo proceder la entidad regulada del mismo modo...) respecto de los asuntos que planteen los accionista e inversores en relación a los agentes que actúen en su ámbito, excepto en lo referido al poder disciplinario (...debiendo en todos los casos los reglamentos...) dejar a salvo el derecho de los accionistas e inversores en conflicto con la entidad o con el agente, para optar por acudir a los tribunales judiciales competentes (...pero, en los casos en que la ley establezca la acumulación de acciones enabladas con idéntica finalidad ante un solo tribunal...) la acumulación se efectuará ante el tribunal Arbitral. (Quedando asimismo sometidas) a la jurisdicción arbitral [...] las personas que efectúen una oferta pública de adquisi-*

<sup>167</sup> MANOVIL, op. cit.

<sup>168</sup> Conf.: ODRIOZOLA, op. cit.

<sup>169</sup> Entendidas como tales (a tenor de las definiciones propuestas en el RTOP, art. 2°) *“Las bolsas de comercio autorizadas a cotizar valores negociables y a los mercados de valores adheridos a ellas en los términos de la ley 17.811 y sus modificaciones, a los mercados a término, de futuros y opciones y demás entidades no bursátiles autorizadas a funcionar como autorreguladas por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES”* (Dto. 677/01: art. 2°, def. 3°).

*ción respecto de los destinatarios de tal adquisición” amerita algunas consideraciones de diversa índole, naturaleza y contenido, por caso:*

- No todas las entidades autoreguladas disponen de un Tribunal Arbitral perramente, con lo cual ya se encuentra en curso el plazo por el cual están obligadas a constituirlo, elaborar y aprobar su respectivo reglamento para someter a su conocimiento - obligatoriamente- las *“...entidades cuyas acciones, valores negociables, contratos a termino y de futuros y opciones coticen o se negocien dentro de su ámbito, en sus relaciones con los accionistas inversores.”*
- El sometimiento al referido tribunal arbitral de *“...todas las acciones derivadas de la Ley 19.550 y sus modificaciones, incluso las demandas de impugnación de resoluciones de los órrganos sociales y las acciones de responsabilidad contra sus integrantes o contra los accionistas así como las acciones de nulidad de cláusulas de los estatuas o reglamentos (debiendo proceder la entidad reguladas del mismo modo) respecto de los asuntos que les planteen los accionistas o inversores con relación a los agentes que actúen en su ámbito, excepto lo referido al poder disciplinario...”* conlleva necesariamente replantemos adicionales, básicamente vinculados a cuanto apuntáramos al inicio del presente análisis respecto de la potestad que se irroga el RTOP y su rango jerárquico normativo.
- Que los respectivos reglamentos que dicten las entidades autoreguladas deben dejar al margen -aparentemente y sólo para algunos supuestos- de la competencia del tribunal arbitral, el derecho que asiste a los accionistas e inversores en conflicto con la entidad o el agente, para que puedan acudir a los tribunales judiciales competentes si esa fuere su voluntad, excepto que *“la ley establezca que frente a la acumulación de acciones entabladas con idéntica finalidad se deberán encaminar estas ante el tribunal arbitral”* con lo cual no se nos escapan las “maniobras a que pueden ser conducidas las acciones tendientes a la convergencia de las misma ante el tribunal arbitral. Pese a lo cual la “novedosa” solución -disimulada en este entorno- entendemos que no habrá de sufrir mayores embates prácticos<sup>170</sup>.

---

<sup>170</sup> Pese a que la doctrina unánimemente ha saludado con beneplácito la inclusión del referido régimen arbitral, estamos con ODRIOZOLA en que *“...la necesidad de conferir una mayor certeza a los derechos de los accionistas se haya vinculada, lamentablemente, con la demora en las decisiones judiciales en la Argentina. Nuestra ley nos da un marco de referencia importantísimo, amplísimo, para posibilitar el ejercicio de las acciones en defensa de los accionistas minoritarios. Pero en la práctica se tropieza con la dificultad del tiempo y del desanimo*

**VII. ALGUNAS OTRAS CONSIDERACIONES FINALES**

Coincidimos con VIDELA en la inconveniencia de la incorporación de proyecciones y estimaciones en forma obligatoria en los estados contables y *las memorias que eleva el directorio para la aprobación de los accionistas, por la relatividad de su valor y los riesgos de la decisión de inversión que pueden tomarse a partir de esa información*<sup>171</sup>.

Asimismo constituye una novedad saludable en nuestra legislación la apertura de un período previo a la asamblea durante el cual los accionistas pueden gestionar la obtención de poderes, y también su derecho a incorporar, *dentro de la documentación que va a ser considerada por la asamblea, aquellas sugerencias que considera de interés*. Respecto a las asambleas, un tema no menor naturalmente, (i) la emisión de voto en conflicto de interés con la sociedad, no solamente importará la reparación integral de su perjuicio por el “*conflíctoris*” - en caso de los directores en los términos ya apuntados<sup>172</sup>- sino que constituirá causal de nulidad, por la remisión que el RTOP efectúa al art. 251 LSC, (ii) la incorporación que hace el RTOP al modificar la responsabilidad derivada del voto efectuado en una decisión asamblearia que luego es declarada nula conforme el art. 254 de la LSC, debería importar también la consideración de la cuestión no exclusivamente respecto de los directores, comprendiéndose la situación concreta de la actuación particular de cada accionista que ha votado mediando conflicto de interés, (iii) dos temas nuevos requerirán la convocatoria a una asamblea ordinaria: por un lado *las decisiones que afecten de manera sustancial una parte significativa de los activos de la sociedad, cuando esta decisión no esté dentro de los procesos ordinarios de la sociedad*, por otro, *la aprobación de contratos de administración u otros pactos que comprometan total o parcialmente un porcentaje de los resultados o ganancias de la sociedad*.

En lo tocante al art. 54 LSC, respecto a las situaciones de control -particularmente en aquellos tópicos que importan una ampliación de los conceptos tradicionales que fueran tratados otrora por OTAE-GUI- no debería impedirse la existencia de un controlante pasivo, que

---

*que se le produce al accionista.”*

<sup>171</sup> Sobre el particular puede verse el exhaustivo análisis de VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio, *La Información en el Consejo de Administración: Derechos y Deberes del Consejo y los Consejeros*, en VELASCO, *El Gobierno...* op. cit., págs. 305 y ss.

<sup>172</sup> A mayor abundamiento véase SILVERSTEIN, Isidoro; *Contratación del Director con la Sociedad Anónima. Art. 271 de la Ley 19.550. Actuación en conflicto de interés*; ZAVALIA EDITOR, Buenos Aires, 1997.

vaya una vez por año a la asamblea, apruebe el balance, decida cual la remuneración de los directores y los eche si no han actuado bien, elija otros nuevos, nombre síndicos, en suma, tenga un control pasivo. La reglamentación que se haga del RTOP *no debería forzarse la hiperactividad cotidiana que presumiría imponer deberes similares a los de los directores. No se lo debe forzar a que haga lo que la ley no quiere que haga un accionista ni confundir las competencias orgánicas de la asamblea con las del directorio.*<sup>173</sup>

## VII.a.) DERECHO SOCIETARIO ELECTRÓNICO Y NO PRESENCIAL?

*Sostenemos que a la luz de la actual regulación, es factible y válida una reunión de directorio realizada por conferencia telefónica y quienes han participado de la misma debe considerarse asistentes. Los asistentes que no se encuentren físicamente en el lugar en que se hallaban los presentes físicamente (habitualmente la sede social) podrían otorgar autorización para firmar el acta por representación a otro director en los términos del art.266<sup>174</sup>. Es prudente que dicho mecanismo de reunión se incorpore al estatuto, sin que ello debiera merecer objeciones por parte de los órganos de control. De este modo se cumplirá con la delegación prevista en la primera frase del art. 260 de la L.S. y se posibilitará una adecuada participación de todos, o al menos la mayor parte de los directores en la adopción de las decisiones, sin desmedro de las responsabilidades establecidas en la ley.*<sup>175</sup>

El RTOP se enrola con las nuevas tendencias mundiales, en la progresista inclusión de la celebración de reuniones de directorio a distancia y al admitir la firma digital.

Traemos a escena, por lo didáctica, la convocatoria a reunión de socios determinada sociedad -con que inicia su apasionante libro CARLINO<sup>176</sup>- en los siguientes términos "...en el domicilio legal de

<sup>173</sup> Conf. MANOVII, op. cit.

<sup>174</sup> LSC, art. 266.- Carácter personal del cargo. "El cargo de director es personal e indelegable. Los directores no podrán votar por correspondencia, pero en caso de ausencia podrán autorizar a otro director a hacerlo en su nombre, si existiera quórum. Su responsabilidad será la de los directores presentes."

<sup>175</sup> VERGARA DEL CARRIL, Ángel D., Posibilidad de celebrar reuniones de directorio por conferencia telefónica; ponencia presentada a consideración del "VI Congreso Argentino de Derecho Societario y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa; en "Derecho Societario Argentino e Iberoamericano", t. II; Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 1995, págs. 637 y ss.

<sup>176</sup> CARLINO, B. P., Firma digital y Derecho societario electrónico, op. cit., pág. 13.

<http://www.sociedad.firm.ar...> "una dirección concreta en el medio de mayor circulación en el mundo, Internet.

Siguen sin solución de continuidad formulándonos los más curiosos interrogantes que, en mérito a la complejidad de nuestros días y la utilización que hacemos a diario de estos medios, dejan al derecho "...aun dentro del principio genérico de libertad de formas, denotando una preferencia por el instrumento escritor (y firmado) dando la apariencia que la expresión más confiables de la existencia de un acto resulta de haberla volcado a un papel firmado"<sup>177</sup> sólo aparece como una causalidad mas en el cúmulo de los efectos: *¿Es valido el ejercicio de los derechos de los socios o de la sociedad por notificaciones hechas mediante documentos electrónicos en tal domicilio?*<sup>178</sup> *¿Pueden los integrantes de los órganos societarios estar "presentes" deliberar y votar legítimamente, mediante una comunicación de audio y vídeo simultáneo, en tiempo real y compartido, entre sus domicilios electrónicos?* *¿Será necesario y conveniente legislar sobre el uso y aplicación de la comunicación electrónica, que facilita -y economiza- la participación de las personas físicas en los órganos societarios?* *¿resulta sensato negar la validez jurídica de estos medios de notificación y reunión, que hoy son de fácil acceso para gran parte del mundo, o tendremos que valernos de ellos y resignarnos a simular la realidad -una vez mas- para cumplir con las formalidades de una posterior firma ológrafa de los libros legales?* *¿Cuántos serán los perjudicados y cuantos los beneficiados si se admiten -con los recaudos necesarios- como validas y vinculantes, dentro del marco de la Ley de Sociedades, a estas modernas herramientas de comunicación?*<sup>179</sup>.

En este marco, El RTOP aporta elementos de incuestionable valor práctico<sup>180</sup> de los que se esta haciendo eco la más reciente doctrina -al margen de la citada- al postular el apasionante análisis de las "*Nuevas Formas de Comunicación en el Derecho*"<sup>181</sup>.

<sup>177</sup> *Quizá ello ocurrió porque quien construyo la arquitectura legal de entonces, estimo que se esa forma era precisamente la que mejor permitía plasmar objetivamente una voluntad y conservarla en el tiempo.*" conf. ALEGRÍA, Héctor, en prólogo a la obra de CARLINO.

<sup>178</sup> Apasionantes enfoques sobre el tema pueden verse en: ALEGRÍA, Héctor, *Valor probatorio de los documentos en el moderno derecho argentino*, Revista de Derecho Privado y Comunitario, separata de la revista N° 13, Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe, Argentina, págs. 237 y ss. y DEVIS ECHANDÍA, Hernando, *Valor probatorio de los medios de confirmación no legislados y aceptados plenamente por la técnica moderna*, en *Cuadernos de derecho Procesal N°1*, Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe, Argentina, 1983, págs. 89 y ss.

<sup>179</sup> CARLINO, op. cit., pág. 14.

<sup>180</sup> Alimentamos la esperanza que la reglamentación no desvirtúe los fines que le dieron cabida con excesivo formalismos fuera de contexto.

<sup>181</sup> Pueden consultarse sobre el tema, entre otros: ABERASTEGUI, Ezequiel Alberto; AMATO, Analía Gabriela, *Firma electrónica* (págs. 162 y ss.); CALACE CALVO, María del Pilar, *La*

### VIII. A MODO DE EPÍLOGO

Se ha juzgado<sup>182</sup> que, por imperio del RTOP, “los directores opinan sobre los auditores, los síndicos opinan sobre los auditores, y las asambleas opinan sobre negocios y, cuando opinan sobre negocios, los directores no son responsables; sosteniéndose que no es seguro innovar en esta materia.

Entendemos que se ha avanzado dotándose al mercado de una herramienta más para contribuir a su eficiencia.

Pese a las limitaciones impuestas por procedimientos no ajustados a derecho, no cabe duda que el RTOP encontrará eco favorable entre los operadores y los inversores, aunque unos se sentirán mas compelidos que otros a la reforma inmediata de sus tradicionales operatorias sin mencionar, de momento, las imposiciones derivadas de la reglamentación que se siga, la cual deberá ponderar un adecuado equilibrio entre los deberes y obligaciones de todos y cada uno de los sujetos involucrados.

El propósito de la reforma es dar una seguridad a la inversión procurando que la Argentina deje de ser ajena a la evolución en general que se está produciendo en el mundo.

*Los capitales se desplazan con total libertad y se aplican en aquellos mercados en los que encuentran mayor seguridad para la inversión.*

Nos hallamos, entonces, con la necesidad de incorporar algunos principios que aseguren, o por lo menos posibiliten, una liquidez suficiente en la negociación de las acciones. En este entorno ha sido concebido el RTOP.

Sin perjuicio de ello, propugnamos que la inclusión de las referidas “*Prácticas del Buen Gobierno*” tengan carácter voluntario<sup>183</sup> que, como hemos visto, es la modalidad en que se han concretado, casi uniformemente, la gran mayoría de los ordenamientos internacio-

*tecnología crece de manera exponencial ¿y el derecho?* (págs. 169 y ss.); MEDINA, Flavia Andrea, *La contratación por medios electrónicos y la compraventa internacional de mercaderías ¿hay que revisar la reserva de Argentina al ratificar la convención de Viena que impone la forma escrita?* (págs. 188 y ss.); MAIDANA, Horacio, *Contratos Electrónicos* (págs. 190 y ss.); todos ellos en “Ponencias” *VIII Congreso Nacional y VII Latinoamericano de Derecho Privado, en homenaje al profesor Roberto López Cabana*; Facultad de Derecho; Universidad de Buenos Aires; Publicación del CEDyCS Centro de Estudiantes de derecho y Ciencias Sociales; Buenos Aires, 2001.

<sup>182</sup> Véase MANOVIL, op. cit. *Los pecados del Proyecto*.

<sup>183</sup> Al respecto, resulta de inestimable valor práctico la lectura de *El Gobierno de las Grandes Empresas: Reforma Legal versus Códigos de Conducta*, ALONSO UREBA, Alberto; en VELASCO, *El Gobierno...* op. cit., págs. 95 y ss.

nales en la materia<sup>184</sup>.

De todas maneras -coincidimos con VIDELA que- quedan asignaturas pendientes como la emisión de acciones bajo la par; la regulación de los aportes irrevocables a cuenta de futuros aumentos de capital; el tratamiento de los dividendos y su vinculación con los honorarios de los directores.<sup>185</sup>

<sup>184</sup> Por caso: el Code; el Informe Olivencia, el Novo Mercado; entre tantos otros referidos.

<sup>185</sup> Un nutrido espectro de posibilidades pueden consultarse en PAOLANTONIO, op. cit., págs. 287 y ss. y particularmente, GAGLIARDO, *Régimen de Transparencia...*, op. cit., pág. 10, quien abunda: "...el art. 261, Ley 19.550, fija los lineamientos generales en orden a la retribución de los directores, pautas que han sido complementadas para las sociedades cotizadas (Resolución C.N.V. N° 290/97). Sin perjuicio de lo expuesto, existen otras técnicas de remuneración que responden a las circunstancias propias del mercado, o bien a la creatividad empresarial, usualmente vinculadas con la gestión de la sociedad. Los distintos informes relativos al "Gobierno de las Sociedades Cotizadas" postulan, en general, criterios de prudencia, cautela y transparencia en la remuneración, si bien en algunos supuestos fijan ciertos parámetros o módulos para la compensación de las funciones de los directivos. Una cuestión clara en el nuevo régimen legal brevemente considerado es que la tarea del administrador es remunerada. En este sentido, una aplicación del "deber de lealtad y diligencia" (art. 8.a.ii) es que, entre otras obligaciones, los directores y administradores deben "abstenerse de procurar cualquier beneficio personal a cargo de la emisora que no sea la propia retribución de su función", y otro reflejo de lo dicho es el contenido del art. 74 en análisis. Las remuneraciones en especie configuran una alternativa posible, según la clase de entidad que se trata. En la esfera de las sociedades en el ámbito de la Inspección General de Justicia, se admitió la remuneración de acciones de la propia entidad cuando bajo tal forma de pago se entregaban acciones por su valor real, coincidente o no con el valor nominal y, si la sociedad cotizara sus títulos en la bolsa, el valor de la acción estará dado por el de la cotización en el mercado respectivo. Posteriormente (t.o. 1978 art. 1.8.3), se consideró que "la emisión de acciones especialmente destinada al pago de honorarios es inadmisibles, por cuanto viola el derecho de los accionistas. No sería obstáculo si la sociedad tuviera acciones en cartera no suscriptas por quienes pudieran ejercer el derecho de preferencia al emitirlos". Este criterio, si bien no está incorporado en las normas de la Inspección General de Justicia (Resolución N° 6/80), está de acuerdo con las disposiciones legales vigentes, a pesar de lo cual un aspecto polémico es la valoración de los títulos respectivos (si no cotizan públicamente), pues en definitiva se trata de obligaciones, de entregar cantidades de cosas, sólo estimables mediante un dictamen pericial. Con relación a las sociedades emisoras incluidas en el Decreto 677/2001, el art. 74 posibilita ("...podrán...") remunerar a los directores con funciones ejecutivas o técnico-administrativas, así como los gerentes, con opciones de compra de acciones de la propia entidad, acorde la reglamentación que dicte la Comisión Nacional de Valores, fijando en su caso la asamblea (ordinaria) el precio de las opciones y de las acciones a las que éstas den derecho y el valor a computar según el contenido del art. 261, Ley 19.550. La síntesis conceptual de la nueva disposición transcrita, tras lo potestativo de la modalidad retributiva, por previsión estatutaria o resolución de la asamblea, asigna inexorablemente a ésta fijar los precios y cálculos de valores. Estos criterios, a no dudar, constituyen tareas no sencillas, motivo por el cual es un deber del "Comité de Auditoría" -art. 15.e- "opinar sobre la razonabilidad de las propuestas de honorarios y de planes de opciones sobre acciones de los directores y administradores de la sociedad que formule el órgano de administración". El nuevo precepto, respecto del art. 261, Ley 19.550, incluye a "directores con funciones ejecutivas" y "gerentes" (generales o especiales), y excluye las "comisiones especiales" y el carácter o calificativo de permanencia de ciertas funciones. El artículo contempla una formulación genérica de los denominados stock option plans, frecuentes en EE.UU. o bien de sus similares share options schemes, corrientes en el Reino Unido, los que a través de distintas al-



Frente al proyecto de reglamentación del RTOP -que tomará estado público en muy poco tiempo,<sup>186</sup> para someterse a un período de consulta no vinculante respecto de la CNV- hemos de intentar en un nuevo marco<sup>187</sup> dar continuidad a esta aventura apasionante de trasnochar las normas en la previa de algún congreso.<sup>188</sup>

Quizá lo mejor hubiere sido que el RTOP refiera excluyentemente aspectos regulatorios en su ámbito de influencia, a lo sumo, o en calidad de informes, como mínima, generando preceptos en materia de transparencia de sociedades que cotizan y procurando *promover mayor actividad en el mercado de capitales, solucionando así algunos conflictos en materia de intermediación, e incorporando normas tales como aquellas que crean un comité de auditoría*<sup>189</sup>.

---

*temativas o modalidades, procuran incentivar una próspera gestión operativa y funcional de los directivos, pues cuanto mayor resulte el incremento bursátil de la acción, idéntico beneficio acompañará en el ejercicio de la opción. Teniendo en cuenta que las precedentes consideraciones requerirán de previsiones pormenorizadas, cabe incluir en las mismas la situación de aquellos directivos o gerentes que no hubieren completado sus funciones en el curso de un período determinado. Como complemento de lo antes dicho, en otra disposición -art.67-, se tratan las "opciones sobre acciones", de previsión estatutaria, de aprobación asamblearia, las que pueden abarcar las prelacións citadas o bien valores convertibles en acciones, delegables en el directorio la fijación de las condiciones de emisión y derechos que confieran. Cabe, finalmente, comentar que esta disposición concluye con la previsión estatutaria de un seguro de responsabilidad civil para sus directores, para riesgos inherentes al ejercicio de sus funciones. Esta alternativa ha sido contemplada, antes que ahora, por algunas sociedades y, en rigor, esta disposición debió incluirse como un último apartado del artículo siguiente o bien del 76, que tratan específicamente la responsabilidad. La referida modalidad aseguradora, con antecedentes en Inglaterra en la década del '30, no está mayormente difundida en nuestro medio y, además de ciertos aspectos prácticos, significa un costo operativo de cierta magnitud, cuya aplicación, descontando sus bondades, suscita interrogantes*

<sup>186</sup> Véase al respecto nota 17.

<sup>187</sup> Por cierto menos laxo, por la cantidad de Institutos condicionados ciertamente a aquella.

<sup>188</sup> Imploro al Señor me de la Luz suficiente para ello. Al tiempo en que dedico a mis hijos María Teresa y Mateo la humildad de estas líneas como tributo a las preciosas horas en que me he privado de ellos y, a Chechi, desde hace un tiempo, ya he dedicado mi vida.

<sup>189</sup> Sobre este tópico véase: GAGLIARDO, M., *Régimen de...* op. cit., págs. 3 y ss. quién sostiene: "...la obligatoriedad de este nuevo sub órgano en el ámbito del directorio solo integrado por directores y con funciones precisas y técnicas delimitativas de su esfera de competencia, reconoce su consideración en todas las recomendaciones relativas a las prácticas del buen gobierno de las sociedades cotizadas, donde no siempre se cumplen la totalidad de las funciones que se asignan a la institución. Su nombramiento y cese de funciones corresponde a la Asamblea general y ordinaria de accionistas. Contrariamente a lo que acontece con otros modelos inspiradores del "Comité de Auditoría", en los que se delega en el reglamento societario interno el catálogo completo de las funciones de la Comisión, en nuestro medio se especifican de manera taxativa las facultades y deberes. Se excluye de un modo expreso que el integrante del Comité de Auditoría desempeñe "función ejecutiva en la sociedad", de modo que en su rol no resulte asimilado a la función gerencial (Art. 270, LS) o bien a la de un integrante del comité ejecutivo (Art. 269 LS), destacándose que "esta organización no modifica las obligaciones y responsabilidades de los directores" (Art. 269, 2° ap., LS) y menos aún las propias que le pudieren corresponder. La actuación del comité es colegiada y su

Pero no modificando la LSC<sup>190</sup>. No es el medio. No es el modo.  
No es el tiempo.

---

*composición no puede ser menor a la de tres (3) miembros, revistiendo la mayoría la condición de directores independientes. Nada obsta a que el funcionamiento del comité este plasmado en un reglamento que contemple fechas de reunión, convocatoria, autoridades, mecanismos funcionales y operativos para cumplimentar los deberes, ejercer las prerrogativas, así como la diversa vinculación con los otros órganos de la sociedad. Una cuestión de no menor significación es la condición de "director independiente" de los integrantes de la mayoría del referido comité, además del otro recaudo real y efectivamente comprobable de no ejercer tareas ejecutivas en la sociedad que integra. Con motivo de la exigencia legal del director independiente y delegación en la reglamentación que dicte la Comisión Nacional de Valores acerca de los "criterios para ser calificado de independiente" (Art. 15) la cuestión, en esencia, no deja de revestir matices opinables. En su día, la Comisión Nacional de Valores elaboró ciertas pautas -resolución N° 330/99- para la apreciación de un "director independiente", las que podrán resultar una directriz de orientación, no plenamente definitoria, remarcando la actual disposición que el calificativo referido deberá serlo "tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control". La figura que reconoce su antecedente en el Informe Cadbury del año 1992 (Resumen de recomendaciones, 2.1 y 2.2) trata del consejero no ejecutivo, quien debe "hacer valer su independencia de juicio en cuestiones de estrategia, rendimiento, recursos, nombramientos decisivos y normas de conducta". Volviendo a nuestro medio, la función de integrante del comité citado no excluye la calidad de accionista de la sociedad que integra y, menos aún, la remuneración en el cargo. A propósito de ello, el informe aludido señala: "la mayoría ha de ser independiente de la dirección y carecer de cualquier tipo de relación empresarial o de otra clase que pudiera afectar significativamente a su independencia de juicio, al margen de sus retribuciones y participación accionarial. Olivencia justifica la inserción de los miembros independientes o no ejecutivos como un sistema de composición de fuerzas, que compensa en cierta medida la de los ejecutivos y crea una diversidad de factores que rompe la "deprimente uniformidad" del órgano y amplia su campo de visión." Otro interesante aporte en la materia puede verse en JUSTE MENCIA, Javier; *Retribución de Consejeros y Consejos* en VELASCO, *El Gobierno...* op. cit., págs. 497 y ss.*

<sup>190</sup> Coincidimos con la CSA en que es conveniente crear un capítulo especial y específico dentro de la Ley de Sociedades que actúan en el régimen de la oferta pública, con la debida participación de expertos en la materia.