

## **NECESIDAD DE PROTECCIÓN DE LAS MINORÍAS PARA EL DESARROLLO DE UN MERCADO DE CAPITALES VIGOROSO**

**JULIO M. V. ROUGES**

1. La capitalización de las sociedades mediante la oferta pública de sus acciones es un mecanismo de financiamiento societario que se encuentra en vías de extinción en nuestro país.

2. Aunque las razones de justicia son un motivo más que suficiente en un estado democrático de derecho para proteger a las minorías, desde el punto de vista económico la presencia en los mercados accionarios de grandes inversores institucionales a los que la ley impone una presencia minoritaria, obligarán a que se preste mayor atención a las minorías —o inversores “externos” y a la protección de sus derechos.

3. Si bien el marco jurídico que lo encuadra no es la única explicación de la atonía de nuestro mercado bursátil<sup>1</sup> no habrá desarrollo

---

<sup>1</sup> Existen factores macroeconómicos y contextuales, como el atractivo de los títulos públicos que desplaza al público de los papeles privados, derivado del crónico déficit fiscal y su financiación con el endeudamiento; las recesiones y crisis propias y por contagio que hemos sufrido desde 1995; la misma globalización, que al otorgar a los operadores locales la posibilidad de invertir en mercados extranjeros, inclusive de países del primer mundo, son algunas explicaciones.

Pero como los factores internacionales y la globalización son elemento presente en otras economías latinoamericanas con una mayor capitalización bursátil, las explicaciones causalmente determinantes parecen ser las relacionadas con el entorno cultural y las prácticas locales.

del mercado de capitales sin una legislación y prácticas que defiendan a los accionistas minoritarios<sup>2</sup>, algunos de los cuales —como los fondos comunes de inversión y las AFJP— están legalmente obligados a actuar como minorías en el ejercicio de sus derechos políticos, cualquiera sea la proporción del paquete accionario que detenten en la sociedad<sup>3</sup>.

## FUNDAMENTOS

Son condiciones para el desarrollo de un mercado de capitales genuino y vigoroso una considerable dispersión de la propiedad accionaria; normas estrictas —y que se apliquen— tendientes a evitar la manipulación de las cotizaciones por el grupo de control o sus directivos, y a prevenir o sancionar el falseamiento de los balances; que las acciones que cotizan no sean una proporción pequeña del total del capital accionario de las sociedades. En términos generales, mientras más atomizados están los paquetes accionarios, mayor es el interés de los accionistas en la seriedad de los estados contables, que éstos arrojen beneficios, y que las utilidades se distribuyan. En cambio, cuando el paquete de control está en manos de pequeños grupos, son mayores las posibilidades de fraudes, de “desviación” de operaciones o ingresos hacia sociedades controladas o vinculadas, o lo falta de distribución de dividendos.

Mientras durante años se repitió con la insistencia del lugar común que la característica del capitalismo moderno es el divorcio entre

<sup>2</sup> Dice bien —aunque disienta con la tesis central de su artículo — Martín PAOLANTONIO (“Derecho de preferencia en las S.A. abiertas”, Revista de Derecho Privado y Comunitario, 2000-1, “Sociedades Anónimas”, pág. 176, nota 48), “la protección de las minorías no es un tema relevante únicamente para las sociedades cerradas, sino que su importancia se acrecienta y magnifica en el caso de las sociedades abiertas. Tal como se ha demostrado, un bajo nivel de protección de las minorías se traduce en un mercado de capitales con escaso volumen de empresas cotizantes, y en una valuación de mercado consistentemente inferior a la de mercados con mejor grado de protección contra comportamientos oportunistas o abusivos de la mayoría”.

En el sitio web indicado por el autor ([www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)), pude “bajar” únicamente el “abstract” del artículo titulado “Investor Protection and Corporate Governance”, de Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES y Andrei SHLEIFER, Robert W. VISHNY, University of Chicago. Sus partes relevantes, con una traducción libre, dicen así: “Recientes investigaciones acerca del gobierno de las corporaciones (corporate governance), han documentado las grandes diferencias entre países en cuanto a concentración de la propiedad accionaria de las sociedades abiertas... y en el acceso de las firmas a la financiación externa. Sugerimos que hay un elemento común que explica aquellas diferencias...cuán buena es la protección legal de inversores, tanto accionistas como acreedores, contra la “expropiación” por los directivos y accionistas controlantes...”

<sup>3</sup> No pueden ejercer más del 5 % del derecho a voto en las sociedades emisoras en las que participan, cualquiera sea su tenencia (arts. 7 de la ley 24.083 y 76 de la ley 24.241).

la propiedad y la administración, en los Estados Unidos de Norteamérica el neomercantilismo a través de sus paladines se queja de la -a su juicio- excesiva injerencia de los accionistas en el gobierno de las sociedades, y que el gobierno no fomente los "grupos" empresarios. Piensan que "es necesario tener controlados a los accionistas impacientes"; que con el entrelazamiento de la propiedad, "los accionistas impacientes pueden ser mantenidos a raya"; que "los países que creen en la economía de producción facilitan el camino para la formación de grupos empresarios". Se lamentan que para "los ejecutivos de las empresas norteamericanas maximizadoras de beneficios, los accionistas ocupan el primer lugar", a diferencia de lo que ocurre en las sociedades japonesas y alemanas<sup>4</sup>. En tono elogioso, se dice que en Japón, "con salarios inferiores, es más elevado el caudal de ingreso que queda en la corporación, pero una reducida parte de ese ingreso va a manos de los accionistas".<sup>5</sup> Dejando de lado las individuales valoraciones -no me parece maravilloso que se sacrifique simultáneamente a los accionistas y a los trabajadores en aras de la acumulación de capital- los comentarios antes transcritos nos muestran, por un lado, que en el capitalismo anglosajón no es tan marcado como se dice el divorcio -la separación siempre existe, por razones de división del trabajo- entre accionistas y "managers"; y por otra parte, que algunos precisamente se quejan de lo opuesto: de las excesivas prerrogativas de los accionistas.

Además, la década de estancamiento que lleva Japón ha atenuado el entusiasmo por su modelo. Dentro y fuera de sus fronteras se ha suscitado un intenso debate acerca de las modificaciones que deberán realizarse al marco institucional de la economía japonesa -además de las medidas de orden macroeconómico- para que retome la senda del crecimiento.

Pero si el sacrificio de los accionistas y trabajadores, la limitación de los derechos de los accionistas, y el fomento de los grupos empresarios fueran condiciones para un capitalismo dinámico, quienes así lo piensan deberían enfocar la mirada a ese maravilloso modelo que es nuestro país. En Argentina los grupos o familias fundadoras o de control retienen la mayor parte del capital accionario, que no cotiza en bolsa -hasta que lo negocian y venden a algún grupo extranjero- no se distribuyen dividendos regularmente; los balances son escasamente confiables; las maniobras en las cotizaciones no son enérgicamente sancionadas. La negligencia o la deshonestidad resultan, en los hechos y en la inmensa mayoría de los casos, impunes.

---

<sup>4</sup> Lester THUROW, "La guerra del siglo XXI", Javier Vergara Editor, págs. 156-160.

<sup>5</sup> Lester THUROW, obra citada, pág. 146.

Las consecuencias están a la vista: en un documento elaborado en Diciembre de 1994 por JP Morgan Securities Inc. -la situación desde entonces ha empeorado-<sup>6</sup> se evidencia que la capitalización del mercado de la Argentina es extremadamente baja como porcentaje del PBI. En un cuadro anexo a dicho artículo, se muestra la relación con el Producto Bruto Interno del valor global de las acciones negociadas: Argentina aparece con apenas un 16 %; proporción muy inferior al 40 % de Brasil, 61 % de México, 71 % de Japón, 82 % de Estados Unidos, 107 % de Chile. Señala JP Morgan que, además, se destaca la subrepresentación o la ausencia en los negocios de sectores como la construcción y la minería. *"La capitalización del mercado bursátil es aún baja según los parámetros internacionales, ya que oscila entre U\$S 40.000 millones y U\$S 50.000 millones -en el auge- alrededor del 16 % del producto bruto interno, lejos de otros emergentes"*.

En notable contraposición a la pequeñez del mercado, puntualizaba el aludido informe la exagerada negociación de esos valores. Argentina exhibía un 266 % de valores negociados como porcentaje de la capitalización del mercado, contra 32 % de Brasil, 33 % de México, 32 % de Japón, 67 % de Estados Unidos, 67 % de Estados Unidos y apenas 9 % de Chile. Ambos factores -mercado reducido y altamente negociado- conducen a marcadas fluctuaciones.<sup>7</sup>

Comentando la realidad argentina, en un artículo titulado "Confianza, palabra clave"<sup>8</sup>, se decía: *"La Argentina comenzó en 1991 un proceso de espectacular crecimiento. Los negocios con acciones no acompañaron la tendencia. ¿Causas? El temor al fraude, fundamentalmente"; "...en los países anglosajones especialmente, el público que dispone de ahorros está siempre dispuesto a colocarlos en parte en nuevas empresas con perspectivas favorables. Para que esto ocurra es necesario que el público tenga la absoluta certeza que las compañías que emiten acciones son administradas honestamente, para lo*

<sup>6</sup> Diario "La Nación" del Domingo 19 de Febrero de 1995 (3ª Sección, Economía).

<sup>7</sup> Expresa el informe de marras: "La alta volatilidad del Merval es también resultado de la sobrenegociación de los valores en la Argentina. El mercado de valores argentino es uno de los más fuertemente comerciados en el mundo, con un casi increíble volumen anual del 266 % de la capitalización del mercado (el capital de las empresas que están a la oferta pública), comparado con el 67 % de los Estados Unidos. Con este patrón de negocios, los índices tienden a tener exageradas valuaciones y precios, y a transar frecuentemente a partir de rumores y noticias de corto plazo. La activa negociación de las acciones de las compañías de teléfonos, de servicios públicos y de energía, así como la concentración de la liquidez en unos pocos papeles, del Merval era para observar. Trece acciones justificaban un 65 % o más de los negocios. Los inversores consideraban sobrevaluados estos papeles, pero JP Morgan prometía analizar con mayor detalle los valores de otras compañías sólo una vez que concluyeran su reestructuración".

<sup>8</sup> Diario La Prensa, Domingo 21-2-2000, Sección Economía, pág. 3, artículo de Juan Carlos Casas.

*cual están obligadas a publicar sus balances auditados por firmas serias. Este requisito estuvo lejos de cumplirse en la Argentina*<sup>9</sup>. *Tras destacar el "bajo nivel de moralidad" de la actividad empresarial en nuestro país, se señala que "pocos se atreven a invertir en acciones de empresas pequeñas y poco conocidas. Los inversores sólo se atreven si compran paquetes que les otorgan el control mayoritario o, al menos, lo suficientemente importante para obtener algunos puestos en el directorio y en la sindicatura ... Para mejor ver las limitaciones de nuestra Bolsa, diré que los escasos negocios se concentran en un 71,68 % en apenas cuatro papeles: Telefónica y Telecom, 42,7 % del total; YPF 15,3 %<sup>10</sup>, y Pérez Companc, 7,8 %.* "Los diez papeles más negociados, incluyendo los cuatro ya mencionados, reúnen el 85,2 % del total. Aquí se incluyen el CEI, Acindar, Siderca, Astra, Siderar y Banco Río. Siguiendo con esa secuencia...los 20 papeles más negociados reúnen el 93,5 % del total, que como hemos visto es bajísimo".

La situación, en el año 2000, se ha deteriorado también en ese aspecto. Según el periódico "Gazeta Mercantil Latinoamericana" correspondiente a la semana del 11 al 17 de Junio de 2000 (páginas 9 y 10), bajo los títulos "Las bolsas latinas están perdiendo adeptos",<sup>11</sup> y "La venta de títulos cae 50 % en Argentina", se destaca que "las bolsas de Buenos Aires y Venezuela tienen las menores capitalizaciones ante sus PBI entre los mercados más importantes de la región, con apenas el 14 %. Frente a ellas, Chile tiene el 104%, Brasil 46 % y México 22%. Hace diez años en Buenos Aires cotizaban 181 empresas, en 1999, 134 y hoy, 124, de las que sólo 47 registran cotizaciones efectivas. Para tener una idea de la magnitud actual de la bolsa local basta señalar que en los mercados bursátiles de las ex comunistas Polonia y Hungría, creados hace menos de diez años, cotiza un mayor número de compañías. Para colmo, en los últimos cinco años en Argentina la compra de bonos públicos creció 80%, en tanto la de acciones cayó 50%. Para Alfredo Ferrarini de Cohen Sociedad de Bolsa, "la bolsa no ha sido una opción interesante pues fue mejor negocio prestarle al Estado a tasas altísimas"...Ferrarini identifica otra causa del poco atractivo de la bolsa porteña. Según él, "la Comisión Nacional de Valores y demás instituciones responsables del mercado

<sup>9</sup> Diario La Prensa, Domingo 21-2-2000, Sección Economía, pág. 3, artículo de **Juan Carlos Casas**.

<sup>10</sup> Este porcentaje ha cambiado, -acentuando la concentración- desde la venta del paquete de control de YPF a la firma española REPSOL.

<sup>11</sup> Aunque obviamente no es el único problema ni la única solución, la desprotección de las minorías es un factor de desaliento "...de acuerdo con (Alexandre) Leco, de Forex, la protección al accionista minoritario y la reducción del costo para el inversor son también puntos importantes" (página 9, artículo mencionado).

*bursátil no se han preocupado por cuidar al pequeño accionista... y los pequeños accionistas son los que pueden ayudar a mantener un mercado estable ... Ese fenómeno se ha visto profundizado desde 1999 con el retiro de la petrolera YPF después de pasar a manos de Repsol. ...con la salida de YPF de la bolsa la capitalización de mercado cayó de 46 mil millones de dólares a 38 mil millones de dólares ... Ahora es inminente el canje de acciones de Telefónica y de los bancos Río y Galicia, que se suman al que hizo hace algunas semanas el holding Pérez Companc”.*

La creciente complejidad de las relaciones económicas, la globalización de la economía, y la irrupción en los mercados accionarios de grandes inversores institucionales, obligan a que se preste mayor atención a las minorías. No habrá desarrollo del mercado de capitales sin una legislación y prácticas que defiendan a los accionistas minoritarios<sup>12</sup>, algunos de los cuales -como los fondos comunes de inversión y las AFJP- están legalmente obligados a actuar como minorías en el ejercicio de sus derechos políticos, cualquiera sea la proporción del paquete accionario que detenten en la sociedad<sup>13</sup>. La necesidad, no sólo jurídica, sino económica de garantizar adecuadamente los derechos de las minorías, está siendo advertida por medios de prensa que tradicionalmente han reflejado las opiniones de los empresarios”, a los que se suele identificar en forma simplista con los directivos designados por los grupos mayoritarios.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Dice bien -aunque disienta con la tesis central de su artículo- Martín PAOLANTONIO (“Derecho de preferencia en las S.A. abiertas”, Revista de Derecho Privado y Comunitario, 2000-1, “Sociedades Anónimas”, pág. 176, nota 48), “la protección de las minorías no es un tema relevante únicamente para las sociedades cerradas, sino que su importancia se acrecienta y magnifica en el caso de las sociedades abiertas. Tal como se ha demostrado, un bajo nivel de protección de las minorías se traduce en un mercado de capitales con escaso volumen de empresas cotizantes, y en una valuación de mercado consistentemente inferior a la de mercados con mejor grado de protección contra comportamientos oportunistas o abusivos de la mayoría”. En el sitio web indicado por el autor (www.ssm.com), pude “bajar” únicamente el “abstract” del artículo titulado “Investor Protection and Corporate Governance”, de Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES y Andrei SHLEIFER, Robert W. VISHNY, University of Chicago. Sus partes relevantes, con una tradición libre, dicen así: “Recientes investigaciones acerca del gobierno de las corporaciones (corporate governance), han documentado las grandes diferencias entre países en cuanto a concentración de la propiedad accionaria de las sociedades abiertas... y en el acceso de las firmas a la financiación externa. Sugerimos que hay un elemento común que explica aquellas diferencias... cuán buena es la protección legal de inversores, tanto accionistas como acreedores, contra la “expropiación” por los directivos y decionistas controlantes...”

<sup>13</sup> No pueden ejercer más de 5 % del derecho a voto en las sociedades emisoras en las que participan, cualquiera sea su tenencia (arts. 7 de la ley 24.083 y 76 de la ley 24.241).

<sup>14</sup> Una serie de artículos publicados en diarios con buenas relaciones con la comunidad de negocios como La Nación o Ámbito Financiero, cuyas fechas de edición no tenemos a la vista. En una publicación de *América Economía Dow Jones*, 16 de Diciembre de 1.999, la editorial pone de manifiesto que *Esta nueva ola de comprar en bolsa...está sacando a la luz las debilidades de la legislación latinoamericana de protección a los accionistas minoritarios. Un tema que ha estado muy presente en AMERICA ECONOMÍA este año...*