

**LOS DERECHOS PROTECTORIOS DEL
ACCIONISTA MINORITARIO EN LA TEORÍA
DEL CONTROL SOCIAL DEL CAPÍTULO III
DE LA LEY 25.156**

JORGE BOLLATTI
PABLO BIAGGINI

PONENCIA

Como principio general, debe establecerse que el otorgamiento de derechos protectorios en favor de accionistas minoritarios no implica asumir el control en común o conjunto a los fines del capítulo III de la Ley de Defensa de la Competencia ("LDC").

En este sentido, La Comisión Nacional de Defensa de la Competencia ("CNDC") o una vez constituido, el Tribunal Nacional de Defensa de la Competencia ("TNDC"), deberá analizar en cada caso, si el otorgamiento a favor del accionista minoritario *de derechos de veto o bloqueo* sobre decisiones sociales vinculadas con el programa de actividades o el presupuesto anual de una empresa, exceden de la mera protección de los intereses financieros del socio inversionista, y por ende, si son aptos para *influir y/o determinar la estrategia competitiva* de la misma.

A esos fines, La Autoridad de Aplicación de la L.N. 25.156,

debe analizar diversos aspectos y circunstancias tales como la actividad habitual del inversionista, el porcentaje de participación en el capital social, el contenido específico del programa de actividades y del presupuesto anual, las cuestiones particulares sobre las que se tiene ingerencia, y la posibilidad de los cuadros gerenciales para apartarse de los objetivos prefijados.

CONSIDERACIONES PREVIAS

La Ley Nacional 25.156 de Defensa de la Competencia (“LDC”) en su Capítulo III introdujo la novedad del control previo de las operaciones de concentración económica (fusiones y adquisiciones).

Su artículo 6° define a la concentración económica como *la toma de control* de una o varias empresas, por medio de alguno de los actos taxativamente enumerados en sus cuatro incisos, supuestos legales que comprenden relaciones de control de hecho y de derecho, interno y externo, y directo e indirecto, de acuerdo con el clásico distinguido efectuado por la escuela societaria francesa.¹

Para la determinación de la existencia de una relación de control, únicamente a los fines del capítulo III de la Ley N° 25.156, La Comisión Nacional de Defensa de la Competencia ha establecido, en numerosos precedentes², que no corresponde atenerse a los criterios de la Ley 19.550 y sus modificatorias, y en particular, a lo dispuesto en su artículo 33. En este sentido, debe repararse en que el artículo 3°, segundo párrafo, de la Ley N° 25.156³ recepta de manera explícita *el principio de la realidad económica*, el cual se erige como piedra angular del ordenamiento antimonopólico argentino.

Dicho Organismo Nacional ha aplicado la doctrina del control elaborada por la Comisión Europea⁴, en oportunidad de expedirse consultivamente⁵.

En efecto, la “CNDC” ha establecido que la adquisición del

¹ El art. 6°, inciso d), de la Ley N° 25.156 establece que se consideran actos de concentración económica todos aquellos que supongan la toma de control por medio de cualquier otro acuerdo o acto que transfiera en forma fáctica o jurídica a una persona o grupo económico los activos de una empresa o le otorgue influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de la empresa.

² Cfr., entre otras, las opiniones consultivas N° 1, 3, 17, 31, 32, 33 y 41.

³ El art. 3, 2° párrafo, LDC, dispone: “...A los efectos de esta ley, para determinar la verdadera naturaleza de los actos o conductas y acuerdos, atenderá a las situaciones y relaciones económicas que efectivamente se realicen, persigan o establezcan”.

⁴ Cfr. Reglamento de la Comisión Europea N° 1.310/97, modificatorio del Reglamento 4.064/89 sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

⁵ Cfr. CNDC, *opinión consultiva* número “124”, apartado “V.”, puntos “17” a “51”.

control, ya sea exclusivo o conjunto, depende de una serie de circunstancias de hecho y de derecho.

EL CONTROL EXCLUSIVO

El control exclusivo, desde el punto de vista jurídico, normalmente se adquiere cuando una empresa accede a la mayoría del capital social y de los derechos de voto de una sociedad.

De no existir otros elementos, una adquisición que no implique la mayoría de los derechos de voto generalmente no confiere el control, aunque suponga la adquisición de una participación mayoritaria.

También puede adquirirse el control exclusivo a partir de una *minoría calificada*, lo cual puede determinarse jurídica o fácticamente.

El control exclusivo tendrá efectos jurídicos cuando existan derechos específicos inherentes a la participación minoritaria. Dichos derechos pueden consistir en acciones preferentes que confieran la mayoría de los derechos de voto u otros derechos que permitan al accionista minoritario decidir sobre la estrategia competitiva de la empresa afectada (Por ejemplo, el poder de nombrar a más de la mitad de los miembros del Directorio de una Sociedad Anónima).

Un accionista minoritario puede también ejercer el control exclusivo de hecho (Por ejemplo, cuando es muy probable que el accionista obtenga la mayoría en la Asamblea de accionistas, ya que las restantes acciones están muy repartidas. Es poco probable que todos los pequeños accionistas estén presentes o representados en dicha Asamblea).

El control exclusivo puede también ser ejercido por un accionista minoritario que tiene el derecho de gestionar las actividades de la empresa y a determinar su política comercial.

EL CONTROL EN COMÚN O CONJUNTO

Al igual que en el caso del control exclusivo, la adquisición del control en común o conjunto puede también determinarse analizando circunstancias de derecho o de hecho.

Existe control en común cuando los accionistas deben llegar a un acuerdo sobre las decisiones importantes que afectan a la empresa controlada.

También existe cuando dos o más empresas o personas tienen la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre otra empresa.

En este contexto, *influencia sustancial o determinante*⁶ significa el poder para bloquear acciones que determinan la estrategia competitiva de una empresa.

A diferencia del control exclusivo, que concede a un accionista el poder de determinar las decisiones estratégicas de una empresa, el control en común o conjunto se caracteriza por la posibilidad de llegar a una *situación de bloqueo*, como consecuencia del poder que tiene/n otro/s accionistas para rechazar las decisiones estratégicas propuestas. Por consiguiente, estos accionistas deben llegar a un acuerdo para la adopción de decisiones sociales, incluida la de política comercial de la empresa.

La forma más clara de control en común o conjunto se verifica cuando hay dos accionistas que se reparten por partes iguales los derechos de voto de la empresa. En este caso no es preciso que exista entre ellas un acuerdo formal. Sin embargo, cuando dicho acuerdo exista, debe ser conforme al principio de igualdad estableciendo, por ejemplo, que cada una de ellas tiene derecho al mismo número de representantes en los órganos de administración y que ningún miembro posee un voto de calidad.

También hay igualdad cuando ambas empresas tienen derecho a designar un número igual de miembros en los órganos decisorios de la empresa en participación.

LOS DERECHOS DE VETO

El control puede ser común o conjunto aun cuando no exista igualdad entre los accionistas en lo referente a los votos o a la representación en los órganos decisorios o cuando haya más de dos. En este supuesto los accionistas minoritarios tienen derechos suplementarios que les permiten vetar decisiones capitales para la estrategia competitiva de la empresa en participación.

Estos derechos de veto pueden consagrarse en los estatutos de la empresa o ser establecidos mediante acuerdo entre accionistas y pueden ejercerse cuando se requiera un quórum específico para adoptar ciertas decisiones en la Asamblea de accionistas o en el Directorio, siempre que los accionistas estén representados en él.

También es posible que las decisiones estratégicas estén sujetas a la aprobación de un órgano determinado si los accionistas minoritarios están representados y forman parte del quórum necesario para

⁶ La LDC, en su art. 6° inc. c) y d) recepta normativamente la hipótesis de *influencia sustancial o determinante*, asumiendo el concepto de manera unívoca sin perjuicio de las distintas modalidades de su enunciación legal.

adoptar dichas decisiones.

Los derechos de veto deben referirse a las decisiones estratégicas sobre la política comercial de la empresa en participación y deben ser más completos que los derechos de veto generalmente concedidos a los accionistas minoritarios a fin de proteger sus intereses financieros como inversores de la empresa en participación.

Esta protección normal de los derechos de los accionistas minoritarios guarda relación con las decisiones que afectan a la esencia misma de la empresa, tales como: modificaciones de los estatutos, aumento o reducción del capital, liquidación, etc. Un derecho de veto que, por ejemplo, impide la venta o el cierre de la empresa, no confiere un control en común al accionista minoritario afectado. Los derechos de veto que dan lugar al control en común se refieren habitualmente a decisiones y cuestiones tales como el presupuesto, el programa de actividad, las grandes inversiones o el nombramiento de los altos directivos. No obstante, la adquisición de control en común no exige que quien lo adquiere tenga la facultad de ejercer una influencia decisiva en el funcionamiento cotidiano de una empresa. Lo importante es que los derechos de veto permitan a los accionistas ejercer dicha influencia sobre la estrategia competitiva de la empresa. Asimismo, no es necesario establecer que quien adquiera el control en común de la empresa hará realmente uso de su influencia decisiva. Basta con que exista dicha posibilidad, es decir, que posea los derechos de veto pertinentes.

Para adquirir el control en común, un accionista minoritario no precisa tener todos los derechos de veto anteriormente mencionados. Algunos derechos, o incluso uno solo, pueden ser suficientes. Ello depende del contenido preciso del derecho de veto y de la importancia de dicho derecho en el sector en que opere la empresa en participación.

No obstante es necesario resaltar que habitualmente los "veto rights" conferidos son múltiples y abarcan numerosos aspectos, que deben ser valorados globalmente, y en el caso concreto, para determinar si se verifica un supuesto de control en común.

EL EJERCICIO COMÚN DE LOS DERECHOS DE VOTO

Aún cuando no existan derechos de veto específicos, dos o más empresas que adquieran participaciones minoritarias de otra empresa pueden adquirir el control en común. Esto puede darse cuando la suma de participaciones minoritarias constituya el medio para controlar la empresa. Ello significa que los accionistas minoritarios poseen, juntos,

la mayoría de los derechos de voto y que los ejercerán conjuntamente, ya sea mediante un acuerdo o basándose en circunstancias de hecho.

El medio jurídico para garantizar el ejercicio común de los derechos de voto puede revestir la forma de un holding, al que los accionistas minoritarios ceden sus derechos, o de un acuerdo en que éstos se comprometen a actuar del mismo modo (acuerdo de *accionistas – convenio de sindicación de acciones*).

Excepcionalmente podrá llevarse a cabo una acción concertada de facto cuando los accionistas minoritarios tengan importantes intereses comunes y no deseen, por tanto, perjudicarse mutuamente al ejercer sus derechos sobre la empresa.

En el caso de que se adquieran participaciones minoritarias, la existencia previa de vínculos entre los accionistas minoritarios o la adquisición de las participaciones mediante una acción concertada constituirán indicadores de dicho interés común.

Al crear una nueva empresa, contrariamente a la adquisición de participaciones minoritarias en una empresa ya existente, es muy probable que los accionistas apliquen intencionadamente una política común. Este es el caso, especialmente, cuando cada accionista aporta una contribución esencial para el funcionamiento de la empresa en participación (por ejemplo, tecnologías específicas, know-how local o acuerdos de suministro). En estas circunstancias, las empresas matrices solo pueden explotar conjuntamente la empresa en participación si se ponen de acuerdo sobre las decisiones estratégicas más importantes, aunque no se hayan previsto explícitamente derechos de veto.

Sin embargo, cuanto mayor sea el número de accionistas, menos probable será que se dé esta situación.

En caso de que no existan intereses compartidos tan fuertes como los descriptos anteriormente, la probable variabilidad de las alianzas entre accionistas minoritarios descarta la existencia de control en común. Dado que no existe una mayoría estable en el procedimiento de toma de decisiones, sino que ésta se forma en cada ocasión concreta a partir de las varias combinaciones posibles entre accionistas minoritarios, no puede suponerse que los accionistas minoritarios controlarán conjuntamente la empresa. En este caso, no basta con que dos o más partes con una participación idéntica en el capital de una empresa hayan celebrado acuerdos que les confieran los mismos derechos y poderes. Por ejemplo, cuando una empresa tiene tres accionistas y cada uno de ellos posee una tercera parte del capital social y elige a un tercio de los miembros del Directorio, los accionistas no ejercen un control en común ya que las decisiones deben adoptarse por mayoría simple.

El control en común no es incompatible con la posesión por parte de un accionista de conocimientos específicos y de experiencia en la actividad de la empresa en participación. En este caso, el otro accionista solo puede desempeñar un papel modesto o incluso inexistente en la gestión cotidiana de la empresa y su presencia está motivada únicamente por consideraciones de orden financiero o referentes a la estrategia a largo plazo, la imagen de marca o la política general. No obstante, debe conservar siempre la posibilidad real de impugnar las decisiones adoptadas por la otra empresa ya que, de no ser así, el control sería exclusivo.

LOS DERECHOS DE VETO COMO MODALIDAD DE PROTECCIÓN DE LA INVERSIÓN

La Autoridad de Aplicación de la LDC ha establecido que los *votos impeditivos* sobre ciertas decisiones extraordinarias, normalmente reconocidos como derechos de protección de los inversores adquirentes de una participación social, en tanto no refieran a la política comercial, y a su consecuencia directa, es decir, a la estrategia competitiva de la empresa, no se consideran aptos para otorgar el control social.⁷

No obstante, al día de la fecha, no se ha expedido respecto de casos en los cuales el accionista minoritario tiene ingerencia en la aprobación del programa de actividades o el presupuesto anual.

En tal supuesto, la Comisión Nacional, como principio rector, no debería asumir que la existencia de esta clase de derechos denote *per se* la existencia de un control en común o conjunto.

En efecto, corresponde efectuar un análisis para el caso concreto sobre diversas cuestiones y circunstancias, tales como la actividad del socio inversor⁸, el porcentaje de participación en el capital social y los votos en la empresa⁹, el contenido específico del programa de actividades y del presupuesto anual¹⁰, cuales son los items sobre los que el inversionista tiene ingerencia, la posibilidad que los cuadros

⁷ Cfr. CNDC, *opinión consultiva* número "9", de fecha 18.12.99, entre otros precedentes en igual sentido.

⁸ Es ciertamente relevante la evaluación de los conocimientos que posea respecto del mercado en el cual se desenvuelve la empresa en participación, de la calidad de competidor (actual o potencial) del mismo y de las relaciones horizontales o verticales que puedan existir entre éste y los restantes accionistas o con la sociedad en participación.

⁹ Es razonable asumir que, con una participación mínima, difícilmente el accionista mayoritario estaría dispuesto a conceder derechos protectorios exorbitantes.

¹⁰ Debe verificarse si se tratan de *meras enunciaciones generales* relacionadas con el objeto social, en cuyo caso no se determinaría el desenvolvimiento de la empresa en participación en el mercado.

gerenciales se aparten de los objetivos señalados.

COLOFÓN

En conclusión, es dable establecer como principio general, que el otorgamiento derechos protectorios en favor de accionistas minoritarios no implican asumir el control en común o conjunto a los fines del capítulo III de la Ley de Defensa de la Competencia (“LDC”).

En este sentido, La Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (“CNDC”) o una vez constituido, el Tribunal Nacional de Defensa de la Competencia (“TNDC”), deberá analizar en cada caso, si el otorgamiento a favor del accionista minoritario de derechos de veto o bloqueo sobre decisiones sociales vinculadas con el programa de actividades o el presupuesto anual de una empresa, exceden de la mera protección de los intereses financieros del socio inversionista, y por ende, si son aptos para influir y/o determinar la estrategia competitiva de la misma.