

ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL RÉGIMEN DE PARTICIPACIONES RESIDUALES EN EL DECRETO 677/01

MARÍA ALEJANDRA CERVIO

RESUMEN

El régimen de adquisición de participaciones residuales no es inconstitucional y resulta un instrumento valioso y conveniente para el derecho argentino. La inexistencia de un mercado para la negociación de las acciones, puede considerarse un caso de frustración del fin del contrato, lo que permite la extinción del vínculo por resolución. Otros argumentos en su favor se vislumbran desde la perspectiva del análisis económico del derecho.

I - PONENCIA

El régimen de adquisición obligatoria de participaciones residuales regulado por los arts. 25 y ss. del decreto 677/01 no es incons-

titucional y resulta un instrumento valioso y conveniente para el derecho argentino.

II - INTRODUCCIÓN

El régimen de adquisición compulsiva de participaciones residuales fue introducido en nuestro derecho positivo en el Capítulo VII del decreto del Poder Ejecutivo Nacional N° 677/01 denominado Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (el “Decreto de Transparencia”).

En los considerandos del Decreto de Transparencia se afirma que “...niveles de protección inadecuados “debilitan” los sistemas financieros, impulsado a los ahorristas hacia mercados más seguros” por lo que uno de sus objetivos fue regular instituciones comunes a la mayoría de los mercados de capitales del mundo, con el objeto de facilitar las inversiones en el propio, adoptando principios de gobierno corporativo que los inversores institucionales tienen especialmente en cuenta “... como pre-requisitos a la hora de invertir en mercados emergentes”¹.

Por otra parte, el decreto contiene varias disposiciones relativas a las sociedades anónimas, las que, más que constituir un avasallamiento a la Ley de Sociedades Comerciales, como alguna doctrina pregona, reflejan una realidad fáctica, reabriendo la polémica sobre la necesidad de una regulación diferenciada entre la sociedad anónima cerrada y la sociedad anónima abierta, parcialmente reconocida en nuestra ley (arts. 194 quinto párrafo, 224, 245, 299, entre otros).

Como es sabido, el Decreto de Transparencia ha sido objeto de

¹ Villegas, Marcelo y Kenny, Mario O. “El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas en el gobierno corporativo”, en *Doctrina Societaria y Concursal*, septiembre de 2001, pag. 281. La posterior crisis económica, o más bien su eclosión, dio poco espacio para ponderar los efectos de las modificaciones normativas del decreto 677/2001. Existen diversos trabajos de investigación que señalan la importancia de un régimen legal adecuado, que junto con otras instituciones y una seguridad jurídica real y no declamada son esenciales para atraer inversiones al mercado de capitales local. Se puede ver, por ejemplo, Black, Bernard, “The core institutions that support strong securities markets”, *The Business Lawyer*, 55-1565; Johnson, Simon, La Porta Rafael, López de Silanes, Florencio y Shleifer, Andrei, “Tunnelling”, Harvard Institute of Economic Research Paper 1887 (2000).

valoraciones a favor y en contra en cuanto a su constitucionalidad², y particularmente sobre el instituto bajo análisis se ha pronunciado la jurisprudencia de primera instancia en dos oportunidades declarando su inconstitucionalidad, tema éste que no será objeto de tratamiento particular en este trabajo³.

Conforme la regulación prevista en los arts. 25 y ss. del decreto, cuando una sociedad anónima queda sometida a control casi total (es decir, cuando el 95% o más de su capital social queda en manos de un accionista, ya sea en forma directa o indirecta), pueden darse dos situaciones. La primera, que cualquier accionista minoritario intime a la persona controlante para que ésta realice una oferta de compra a todos los accionistas minoritarios.

La segunda, que la persona controlante emita una declaración de adquisición de la totalidad del capital social remanente en poder de terceros (incluyendo los títulos convertibles en acciones), dentro del plazo máximo de seis meses desde la toma de control casi total. El precio de compra deberá ser "equitativo", de acuerdo a ciertos criterios establecidos en el artículo 32 inc. d) del decreto. Efectuada la declaración de adquisición, el accionista minoritario sólo podrá impugnar la valuación dada a las acciones y a los demás títulos convertibles así como la relación de canje, esto último en caso de que la persona controlante que cotiza en bolsa ofrezca a los accionistas minoritarios el canje de sus acciones por acciones de la sociedad controlante con cotización.

² Los argumentos que defienden su constitucionalidad pueden verse en Manóvil, Rafael M. "Las participaciones residuales y el derecho de exclusión en el decreto 677/2001, razonabilidad, constitucionalidad y crítica a un fallo", LL diario del 18 de junio de 2004. Sosteniendo la inconstitucionalidad del decreto, puede verse Anaya, Jaime Luis "Los límites de la delegación legislativa (el caso del decreto 677/01)", ED, 196-775. Señalamos que, de todos modos, el debate sobre la constitucionalidad del régimen de adquisición de participaciones residuales debería prescindir de su coyuntural incorporación al decreto 677/2001; esto es, discutir el fondo de la cuestión y no meramente la inconstitucionalidad por el exceso en el uso de facultades delegadas. Y sobre este punto, aplicar el concepto constitucional de propiedad al tema de la ponencia nos parece un absolutismo conceptual innecesario, que pierde de vista las funciones del mercado de capitales.

³ JNCom. Nro. 1, "Rodríguez, Alvaro y otros c. Tenaris S.A. s/amparo", publicado en el diario LL del 18 de junio de 2004 con nota a fallo de Rafael M. Manóvil, y JNCom. Nro. 26, "Botbol, José c. Telefónica Internacional S.A. y ot. s/sumarísimo", publicado en el diario ED del 26 de abril de 2004.

III- ANÁLISIS

Muchas y variadas pueden ser las razones que llevan a un sujeto a invertir en el mercado de capitales, pero consideramos que la principal de ellas radica en poder adquirir y vender acciones en un ámbito que le asegure el libre juego de la oferta y la demanda.

Como es sabido uno de los elementos de todo mercado está dado por la libre fijación del precio, el que presupone una competencia efectiva y real entre los oferentes, y que no se da ante posiciones dominantes⁴. Asimismo, el objetivo de liquidez, esencial para los inversores, se logra a través de la efectiva existencia de mercados eficientes.

En este orden de ideas, entendemos que se produce una frustración del fin contractual cuando la sociedad termina bajo control casi total de un tercero.

Se entiende por frustración la dificultad de cumplimiento del contrato por cambio de las circunstancias objetivas imperantes en el momento de la celebración del acto, que integran la base objetiva del negocio, produciéndose dicha frustración, por no tener ya una de las partes o ambas, debido al cambio de circunstancias, interés en el cumplimiento del contrato, que ha perdido su sentido original⁵.

Así, se sostiene que “la frustración del contrato es un capítulo inherente a la causa, entendida ésta como móvil determinante, razón de ser o fin individual o subjetivo que las partes han tenido en vista al momento formativo del negocio”⁶. La frustración del contrato deviene “de la alteración de las circunstancias tenidas en vista al contratar, en cuanto las partes confiaron en el mantenimiento de los motivos y fines que la determinaron, de ahí que nada pactaran sobre la alteración”⁷.

Cuando la sociedad recurre al mercado de capitales haciendo oferta pública de sus acciones, con el objeto de captar recursos financieros, encuentra entre sus ventajas la posibilidad de acceder a una

⁴ Fernandez – Armesto, Juan y De Carlos Bertrán, Luis, “El derecho del mercado financiero”, Ed. Civitas, Madrid, 1992, pag. 41.

⁵ Brebbia, Roberto H., “La frustración del fin del contrato”, LL, 1991-B, pag. 876

⁶ Borda, Alejandro, “La frustración del fin del contrato”, LL 1991-E, pag. 1450.

⁷ Mosset Iturraspe, Jorge, “La frustración del contrato”, Rubinzal Culzoni Editores, Santa Fe, 1991, pag. 68.

amplia gama de inversores, liquidez y mayor valor para los accionistas, la posibilidad de que sus acciones obtengan un precio mayor, y un mejor posicionamiento de la empresa⁸ (ya que si el mercado confía en su performance, la “calificará” negociando sus acciones a mayor valor) asumiendo, como contrapartida, la circunstancia de que deberá afrontar continuos y altos costos (derivados del cumplimiento de normas aplicables) y divulgar información sensitiva, entre otros aspectos.

En lo que respecta al inversor, como sostuviéramos anteriormente, recurrir al mercado de capitales le asegura un ámbito donde las acciones que adquiere poseen la característica de ser un activo líquido fácilmente realizable por lo general y a un precio determinado por la interacción de oferta y demanda.

La situación sobreviniente, representada por un control casi total de una persona o un control concertado, modifica las bases del negocio jurídico —el contrato de sociedad del que cada accionista es parte al suscribir o adquirir posteriormente las acciones— lo que justifica, por una parte la posibilidad de excluir a los inversores minoritarios, y por la otra, que estos soliciten su exclusión, en ambos casos contra el pago de un precio equitativo.

Por otra parte, la no exclusión del accionista minoritario, luego del retiro de la oferta pública de la sociedad, fuerza la participación de éste en la sociedad devenida cerrada. Y ante esta circunstancia, mal puede señalarse que el inversor que en su momento adquirió acciones de una sociedad abierta (ahora cerrada) mantendrá una verdadera *affectio societatis*⁹ tan necesaria en toda sociedad cerrada. Muy por el contrario, normalmente el inversor en una sociedad anónima abierta, muchas veces un mero colocador de dinero, no tendrá un verdadero interés de participar como socio de la “nueva” sociedad.

También argumentos adicionales en favor de la exclusión de accionistas minoritarios se vislumbran desde la óptica del análisis económico del derecho, un enfoque particularmente interesante a la hora de juzgar la normativa societaria en general, y la de mercado de

⁸ Paolantonio, Martín E., “Operaciones financieras internacionales”, Rubinzal-Culzoni Editores, Santa Fe, 1997, pag. 74 y ss.

⁹ Entendida como la intención de asociarse que encierra la voluntad de colaborar en forma activa en la empresa común y el ánimo de concurrir al álea propia de la actividad negocial.

capitales en particular.

Es conocido que una sociedad dentro del régimen de oferta pública debe incurrir en costos generalmente vinculados a deberes de información, explicados aquéllos por la importancia de éstos para propiciar un mercado transparente para la negociación de sus acciones¹⁰.

Ahora bien, desaparecido por hipótesis el mercado para la negociación, se esfuma el fundamento primario de la imposición de los deberes de información, y en general, de los costos asociados a la pertenencia al régimen de oferta pública.

Por otra parte, negar la posibilidad de una salida a bajo costo del régimen de oferta pública en los casos de control casi total olvida que existen otros mecanismos más costosos para llegar a un fin similar, que nada agregan en cuanto a protección del valor patrimonial del derecho del accionista minoritario.

Así, recurrir a una OPA de exclusión, seguida de la adopción de decisiones asamblearias para el retiro del régimen de oferta pública, o directamente adoptar el camino de la resolución asamblearia, son caminos cuya legitimidad general no se cuestiona, y resultan potencialmente más costosos para la sociedad¹¹.

En otros términos, forzar la permanencia formal en el régimen de oferta pública es ineficiente, ya que se incurre en costos que no tienen contrapartida razonable ni un beneficio social que los justifique.

Finalmente, cabe señalar que el instituto de la adquisición de participaciones residuales se encuentra regulado en la mayoría de las legislaciones extranjeras, "... tanto desde la perspectiva del derecho de los grupos de sociedades, sin importar si la sociedad emisora es o no cotizante de sus acciones (v.gr. Alemania, Brasil, Portugal en el Código de Sociedades, Bélgica, Holanda), como desde la del derecho del mercado de capitales (v.gr. Francia, Italia, Portugal en el Código de

¹⁰ Sobre este tema puede consultarse Zingales, Luigi, "The costs and benefits of Financial Market Regulation", Bushee, Brian J. y Leuz, Christian, "Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from the OTC bulletin board", disponibles ambos en www.ssrn.com, y Clark, Robert Charles, "Corporate law", Little, Brown and Company, 1986, Boston.

¹¹ Y consecuentemente, para el accionista minoritario, que verá reducido el valor de su tenencia proporcionalmente.

Valores Mobiliarios), como desde ambos simultáneamente (v.gr.: Gran Bretaña; recomendación del *forum europeum*, etc.)¹².

El *Forum Europaeum* Derecho de Grupos¹³, integrado por los más destacados académicos de Europa sobre el derecho de grupos, trata el tema de la adquisición compulsiva de participaciones residuales con la denominación “derecho de exclusión”. Entre los fundamentos para su existencia, se enuncia que este régimen nace como contrapartida de la obligación de los accionistas controlantes de acudir a una oferta de adquisición (OPA) para adquirir el control de una sociedad “... con el consiguiente gasto financiero que ello supone”¹⁴.

Basados en las consideraciones del *Forum Europaeum*, si evaluamos el instituto como contracara de la OPA obligatoria, consideramos que el Decreto de Transparencia logra un razonable equilibrio entre los derechos de las mayorías y las minorías, nunca fácil de alcanzar. Quien recurre a una OPA obligatoria¹⁵, deberá incurrir en un mayor gasto financiero, no sólo por el mayor valor por sobre el valor de cotización que ofrecerá por las acciones, si no también por los gastos en que deberán incurrir para cumplir con los requisitos de información previstos por la normativa aplicable.

Precisamente en contrapartida a la obligación de llevar a cabo dichas erogaciones, la legislación otorga la posibilidad de excluir a aquellos minoritarios renuentes que no aceptaron la oferta de compra, siempre que se llegue a una tenencia de cuanto menos el 95%, pagando un precio equitativo¹⁶.

El equilibrio en la regulación del instituto surge de diversos elementos incorporados en su regulación, tendientes a que los derechos de la minoría, no queden a merced del accionista controlante. En primer lugar, se permite que el minoritario fuerce una adquisición de

¹² Manóvil, Rafael M. “Las participaciones residuales ...”, ob.cit., quien realiza una descripción de la regulación de este instituto en diferentes países.

¹³ Forum Europaeum Derecho de Grupo, “Por un derecho de los grupos de sociedades para Europa”, Revista de Derecho Mercantil, 1999, p. 445 y ss.

¹⁴ Ídem, pág. 522.

¹⁵ Es criticable la opción de salida que el decreto 677/2001 da respecto del régimen de OPAs obligatorias, que contradice el carácter típicamente imperativo de las normas del mercado de capitales y frustra la importancia del instituto para la distribución entre todos los accionistas del valor de la prima de control.

¹⁶ Todo ello sin perjuicio de las consideraciones que pueden esbozarse en cuanto al precio “equitativo” que no son materia de análisis del presente trabajo.

sus acciones ante la existencia de un control casi total (95%), dado que – al existir ya una clara situación de control – es de esperar que las acciones pierdan la liquidez propia del mercado, no siéndole fácil al accionista minoritario disponer de dichas tenencias accionarias¹⁷. Este derecho podrá ser ejercido por el accionista minoritario en cualquier tiempo luego de ocurrido la situación de control casi total, a diferencia del plazo de seis meses a que está sometido el accionista con control casi total.

Por ello, en oposición a quienes ven en este régimen una indefensión del accionista minoritario, consideramos que el derecho a la exclusión es una manera de defenderlo cuando la sociedad ha perdido su condición de sociedad abierta con cotización efectiva de sus acciones. Pocas veces el amparo de la minoría se hace más necesario que en este caso, al convertirse la antigua sociedad abierta en una sociedad cerrada, sin que exista mercado alguno al cual pueda acudir el minoritario para vender (o cuanto menos tener idea del valor) de sus acciones. Precisamente ello es lo que justifica el derecho al minoritario de solicitar la adquisición de sus acciones en cualquier momento ante el supuesto de control casi total¹⁸.

IV- CONCLUSIÓN Y SÍNTESIS

1. La adquisición de participaciones residuales, incorporada a nuestro derecho por el decreto 677/2001, no es inconstitu-

¹⁷ Esta circunstancia de iliquidez y falta de cotización de los valores en bolsa ocurrió en los casos “Telefónica” y “Tenaris”. Asimismo, en los considerandos del Decreto de Transparencia se afirma que el objetivo del régimen de adquisición de participaciones residuales es defender a los accionistas minoritarios que queden en situación de ser inversores en sociedades que, “de hecho”, han pasado a ser cerradas. Destacamos que el límite del 95% no es aceptado en todas las legislaciones del mundo, existiendo algunas que permiten la posibilidad de excluir a los accionistas minoritarios a partir de una tenencia del 90% de las acciones.

¹⁸ Un enfoque adicional para el tema es preguntarse realmente que interés tiene el accionista minoritario en ser “condenado” a permanecer en la sociedad luego de haberse retirado ésta del régimen de oferta pública. No es fácil encontrar una respuesta razonable, fuera de la conocida práctica de elevar a conflicto cualquier cuestión de la actividad societaria, con la indisimulada intención de ser “comprado” a un precio superior al valor de su tenencia. Por supuesto, las generalizaciones pueden no ser justas, pero el interrogante persiste ¿qué se tutela cuando se permite a quién tiene –por hipótesis– el 0,001 % del capital social– cuestionar el mecanismo de adquisición de participaciones residuales?. Si el problema es la valuación, claramente no se estaría cuestionando a la adquisición de participaciones residuales en sí.

cional y resulta un instrumento valioso y conveniente para el derecho argentino.

2. La inexistencia de un mercado para la negociación de las acciones, situación que se verifica en las hipótesis de control casi total del decreto 677/2001, puede considerarse un caso de frustración del fin del contrato, lo que permite la extinción del vínculo por resolución.
3. Desde la perspectiva del análisis económico del derecho, carece de sentido desincentivar la salida del régimen de oferta pública forzando la elección de un camino más oneroso en lugar del más sencillo que se inicia con la adquisición de participaciones residuales.