

## ACCIONES SIN VOTO O DE PARTICIPACION ALGUNOS ASPECTOS REGLAMENTARIOS Y OPERATIVOS

*Héctor Alegría*

### DESARROLLO

1. Las nuevas acciones "sin voto" o "de participación", creadas mediante Res. Gen. 208 de la Comisión Nacional de Valores, originan una serie de soluciones particulares y algunas cuestiones interpretativas que es interesante abordar.

El tratamiento no será exhaustivo, ni en la cantidad de cuestiones consideradas ni en su desarrollo. Se pretende apuntar temas y brindar primeras opiniones que generen un clima de esclarecimiento y debate adecuado.

### 2. Tipo accionario

Las acciones "de participación", constituyen un tipo accionario distinto. Por ende, no se trata de "ordinarias sin voto" ni de "preferidas especiales". La norma las ha dotado de "personalidad" propia, pues si bien tienen caracteres comunes de las acciones ordinarias, están desprovistas de voto. La ausencia de voto es más extensa que la que ocurre en las acciones preferidas (Arg. 216 y 217, LSC) ya que se extiende también a las asambleas extraordinarias, en los casos del art. 244 parte final, LSC.-

Por lo demás, tienen preferencia en el haber de reparto liquidatorio y necesariamente deben: a) Ser rescatables; b) o, en defecto de lo anterior, se convierten en ordinarias en un máximo de veinte años.

Parece claro que la configuración del tipo de acción es neto y permite diferenciarlo de los otros admitidos.

Consecuencia de lo dicho es que estas acciones podrán ser convertidas en otras de otro tipo (obligatoriamente lo serán en ordinarias a los veinte años, si no son rescatables), y a su vez, que acciones de otros tipos que pueden convertir, con los debidos recaudos, en acciones de participación. Asimismo, los debentures, bonos y obligaciones negociables podrían ser convertidos en este tipo de acciones

(aunque parece que el interés práctico será menor).

### 3. Sociedades emisoras

Se establece que lo serán las "sociedades por acciones comprendidas en el régimen de la oferta pública" (Art. 14, b. de las Normas, RG, 28).

La sociedad anónima, la sociedad anónima con participación estatal mayoritaria y la sociedad de economía mixta podrían fácilmente ser encuadradas en esa categoría y por ende emitir esta clase de títulos.

En las sociedades de estado (ley 20.705) como todo su capital está en manos del estado u organismos o sociedades de estado, sin admitir participación de capitales privados (art. 1), parece claro que están excluidas de utilizar este instituto (que se reserva para sociedades que hacen oferta pública de sus títulos).

En la sociedad en comandita por acciones no puede negarse, en principio, esta posibilidad, aunque su utilidad real no parece apreciarse, pues el fin de la concentración y conservación de poder en manos de los comanditados se obtiene en esas sociedades mediante los mecanismos comunes.

A nuestro juicio este tipo de acción no encaja en el ordenamiento legal de la sociedad cooperativa (Art. 2 inc. de la ley 20.337: "conceden un solo voto a cada asociado" cualquiera sea el número de sus cuotas sociales y no otorgan ventaja ni privilegio alguno a los iniciadores, fundadores o consejeros, ni preferencia a parte alguna del capital").

### 4. Límite de la emisión.

La norma, siguiendo alguna corriente de derecho comparado limita la participación de estas acciones en el capital social hasta un 30%.

Se trata de un límite sobre el capital nominal.

Esta situación permitiría dos géneros de análisis:

a) Se trata del capital más sus ajustes? Esta conclusión podría abrazarse si se hiciera una interpretación conforme a lo que surge de la Res. Gen. 195 de la Comisión Nacional de Valores.

Sin embargo, entendemos que no es posible adoptar esta posición, debiéndose siempre establecer los márgenes en términos nominales. La razón es sencilla: si la emisión de acciones de participación excede nominalmente el treinta por ciento del capital, tanto en los efectos posteriores (p. ej., participación en dividendos y ajustes de capital) cuanto en la conversión, podrían significar una proporción mayor, con perjuicio de los accionistas ordinarios.

b) ¿Es posible una emisión con prima?

La norma nada dice y parece que por ello no puede excluirse la solución. La misma será prudente para casos en los que los valores nominales de las acciones son muy inferiores al valor libros e incluso al valor de cotización de los títulos. Para el supuesto son aplicables los mismos conceptos que respecto de una acción ordinaria. El destino de la prima será el legal (Art. 201, parte final, LSC).

## 5. Derecho de preferencia de los accionistas ordinarios

Se nos presentan dos posibilidades:

a) *Que las acciones participativas no sean rescatables.*

En ese caso, se convierten en acciones ordinarias a los veinte años (como máximo). Es más, la autorización original para las acciones participativas, se extiende al mismo capital en acciones ordinarias.

De esta forma y por aplicación de reglas similares que norman los casos de conversión en acciones, los portadores de acciones ordinarias deberán tener derecho de suscripción preferente a las acciones de participación a emitir (art. 194, quinto párrafo, LSC; art. 11, ley 23.576).

b) *Que sean rescatables.*

Pareciera que la solución es exactamente la inversa. Me quedan algunas dudas. En efecto el rescate podrá hacerse con utilidades, en cuyo caso no se perjudica a los acreedores sociales, o bien afectando capital, supuesto en el que entra en aplicación el art. 203 de la LSC, en conjunción con el arg. 83 inc. 3 parte final de la misma. Si por hipótesis no pudiere llevarse a cabo la reducción de capital por oposición de acreedores que no lleguen a ser satisfechos o garantizados; ¿nacerá el derecho de conversión de los accionistas "de participación"? Según la contestación que se de a este interrogante, cabrá a su vez responder al primero que nos hemos formulado.

Sobre este tema y antes de esbozar una conclusión creemos conveniente recomendar que las condiciones de emisión tomen acertadas providencias. Así, por ejemplo, que prevean la formación de un "escrow account", es decir, de un fondo de acumulación o de reserva, para atender al rescate de los accionistas de participación, o bien que establezcan qué solución se aplicará en caso de no existir utilidades acumuladas para atender el rescate y ante la eventual oposición de terceros que no sea superable por medios razonables por la sociedad. Las condiciones de emisión podrán prever que el accionista "de participación" continúa siendo tal hasta que la reducción sea posible; que adquiera en ese caso el

derecho (opción) de convertirse en ordinario u otras soluciones (hasta la disolución de la sociedad; aunque es claro que tal extremo difícilmente sea admitido por las mayorías ordinarias del emisor).

Vemos que estas previsiones pueden dar lugar a innumerables problemas prácticos en el momento en que venzan los plazos de emisión o legales para ejecutar las opciones. Creemos que el legislador (Comisión Nacional de Valores), procedió con prudencia de poner algunos contrapesos en la institución novedosa, como es común cuando se introducen figuras desconocidas.

Sin embargo estimamos que la figura podría haber sido igualmente sancionada sin estas previsiones (conversión o rescate).

La contestación a la pregunta, en esta segunda parte, en consecuencia, será condicionada y casuística: sólo habrá que dar derecho de preferencia a los actuales accionistas en la emisión de acciones de participación rescatables cuando aun potencialmente, y de acuerdo con las condiciones de emisión, los accionistas "de participación" puedan tener derecho a exigir la conversión de sus títulos en acciones ordinarias.

## 6. Régimen legal aplicable

Resulta de interés establecer el régimen legal aplicable a estas acciones, en cuanto no esté regulado por la Res. Gen. 208 de la CNV.

Muchos aspectos resultarán obvios, por lo que haremos somera enunciación. Otros pueden requerir algún desarrollo por su importancia.

### 6.1. Reglas relativas al título

Serán aplicables a las acciones "de participación", las ordinarias de las acciones y, en su defecto, las de los "títulos valores" (art. 226 de la LSC).

En consecuencia, podrán:

- a) Ser nominativas, endosables o no; al portador o escriturables;
- b) Ser integradas por aportes dinerarios o no dinerarios, en cada caso con ajuste a lo previsto por los art. 186 y sigs. y 37 y sig. de la LSC;
- c) Emitirse certificados globales y títulos provisionales (art. 206, LSC)
- d) En su emisión, en las sociedades que hacen oferta pública (y, en principio, estas acciones sólo se admiten en la oferta pública), pueden utilizarse los plazos y delegaciones del art. 188.
- e) Se aplica los arts. 211 a 213 LSC respecto de la forma del título y libro de registro de acciones.
- f) Aun cuando excede del título en sí mismo, señalemos aquí que también se

les aplican las normas sobre usufructo, prenda y amortización de acciones (art. 218 a 221 y 223, LSC), así como la prohibición de recibirlas en garantía por la sociedad (art. 222 LSC).

### 6.2. *Derecho al dividendo y otras distribuciones (capitalizaciones de reservas y ajustes integrales de capital)*

El art. 189 LSC establece que “debe respetarse la proporción de cada accionista en la capitalización de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, en el pago del dividendo con acciones y en procedimientos similares por los que deban entregarse acciones integradas”. Esta regla está reafirmada por el art. 14, b III de las Normas, tal como ha sido redactado por la Res. Gen. 208 que estamos comentando.

a) En cuanto al dividendo, está claro que deberá ser el mismo de las acciones ordinarias. Creemos, aunque el tema puede merecer más desarrollo, que los titulares de estas acciones tienen derecho de impugnación - al igual que los accionistas ordinarios - por las decisiones asamblearias que afecten su derecho al dividendo (conf. art. 69, 70 y 251 LSC)

b) En lo relativo a la capitalización de los saldos de ajuste integral de capital, deberán también ser asignados proporcionalmente a los accionistas “de participación”, como lo exigen en general las Normas de la CNV (Res. Gen. 52 y “Normas”) Debe tenerse en cuenta que estas Normas indican que las distribuciones por “revalúo” (hoy capitalización de saldo de ajuste integral de capital), deben efectuarse en acciones de la misma calidad que las anteriores. Es decir, deberán entregarse nuevas acciones “de participación”, de iguales características que las que posea el titular. Conviene señalar, solamente, que el plazo de rescate o conversión deberá coincidir con el de las acciones originarias (art. 207, segunda parte, LSC).

### 6.3. *Derecho preferente al reembolso de liquidación*

La norma ahora sancionada exige que estas acciones “deberán tener una preferencia patrimonial sobre las acciones ordinarias consistente en una antelación para el reintegro de su valor nominal en caso de liquidación”.

Apuntaremos brevemente tres temas:

a) La preferencia exigida se refiere solamente a las acciones ordinarias. De esta forma, podrían existir en la sociedad emisora preferencias otorgadas a acciones preferidas.

El otorgamiento de esa prelación para las “de participación”, que consecuen-

temente se ubicarán detrás de las preferidas existentes, no necesitará convocación de asamblea especial de esas preferidas, pues no se afectará su derecho.- Claro está, en el prospecto de emisión de las “de participación”, deberá dejarse perfectamente aclarado el grado que éstas tendrán en la distribución del remanente de liquidación y qué acciones son preferentes a ellas en ese momento.

b) Si posteriormente a la emisión de las acciones “de participación”, desearan crearse otras acciones preferidas con derecho igual o superior respecto del remanente de liquidación, las acciones “de participación” deberán otorgar su consentimiento en una asamblea especial de la clase (art. 250 LSC), asamblea cuyas decisiones eventualmente pueden ser impugnadas (art. 251, LSC).

c) La prelación se extiende, por norma, exclusivamente al capital nominal que representan .

Entendemos que no existirá inconveniente en que se incremente esa preferencia a un valor superior, siempre que respete la ley (concretamente la ley 23.928) de convertibilidad). Por ejemplo, podría extenderse al total de su valor según libros o balance de liquidación.

#### 6.4. Derecho de suscripción preferente

Este tópico tiene dos vertientes:

a) Las acciones “de participación” no tienen derecho de suscripción preferente cuando se emitan acciones ordinarias (Art. 194 LSC). Hemos indicado que son un “tipo” distinto y, por ello, no puede reputárselas ordinarias a fines de ese derecho.

Tampoco lo tendrán cuando se emitan preferidas (id. regla), salvo que éstas perjudiquen el derecho de las “de participación”, en cuyo caso será de rigor la asamblea especial del art. 250 LSC.

b) Es difícil contestar si debe otorgárseles a las acciones de participación, derecho de preferencia ante la emisión de otras de igual clase, que eventualmente disputen sus derechos a la repartición final.

Ya sabemos que los estatutos y las condiciones de emisión pueden prever el otorgamiento de este derecho, más allá de los casos legales. En este supuesto, la respuesta será obvia.

También podrían los estatutos o las condiciones de emisión, a nuestro juicio, definir que no cabe derecho de preferencia o de oposición a las acciones de participación, cuando se creen otras de la misma clase.

Finalmente, si se guardara silencio sobre el punto, estimamos que no tendrán derecho de suscripción preferente (desde que no es el caso previsto en el art. 194, LSC), pero debería aplicarse el art. 250 (Asamblea especial), en tanto la emisión

de las nuevas puede competir con su derecho de prelación sobre el remanente de liquidación. Aún más, no vemos inconveniente a que la nueva emisión se coloque, a este efecto, después de la anterior en su vocación al remanente, en cuyo caso no cabrá el requisito de la conformidad de los accionistas de la anterior emisión. La decisión no violaría la Norma (Res. Gen. 208), desde que ella sólo exige que las acciones de participación serán preferidas a las ordinarias en la distribución del remanente de liquidación: nada dice sobre acciones preferidas ni sobre otras de participación.

### 6.5. *Derecho a voto*

La regla normativa es clara en el sentido de que carecen de derecho de voto. La interpretación debe respetar esa claridad, por y ende, debe concluirse que las acciones “de participación” carecen de voto en las asambleas generales, cualquiera sea la cuestión que se trate y el estado de la sociedad (en liquidación, en quiebra, etc.)

Ello, claro está no obsta a:

a) El derecho de voto del accionista de participación en las asambleas especiales que correspondan (ver art. 14, punto b.V de las Normas, redacción por la Res. Gen. 208).

b) El derecho de asistencia del accionista de participación, sin voto pero con voz, a las asambleas generales de la sociedad arg., art. 217, primera parte, de la LSC)

### 6.6. *Otros derechos “políticos”*

Como regla general, los accionistas “de participación” tendrán los demás derechos políticos, excluido el de voto.

Así tendrán el derecho a la información (arts. 67 y 294, incisos 6 y 11, LSC), a la petición de reunión de asamblea (art. 236 LSC), a impugnar las decisiones asamblearias (art. 251, LSC), oponerse a la aprobación (“quitus”) de la gestión de los administradores y a la consecuente exención de su responsabilidad (art. 276 LSC), ejercer la acción de responsabilidad en los casos legales (art. 277 LSC) o la individual (Art. 279 LSC), etc..

### 6.7. *Derecho de receso*

Este tema puede llegar a ser polémico, por una u otra vía: ya por cuanto se considere que no se pudo excluir a los accionistas de participación del voto en los

casos especiales del art. 244 final LSC, en cuyo caso tendrían derecho de receso); o bien porque se debata si, válida esa exclusión, puede afirmarse la existencia del receso en el accionista de participación.

Acordes con nuestro objetivo, ceñiremos la exposición aquí a nuestra opinión, sin un desarrollo exhaustivo.

Admitido por nosotros que la acción sin voto o de participación no lo tiene en ningún caso en las asambleas generales, queda solamente la segunda cuestión. Una respuesta simple sería: como derecho de receso corresponde a los accionistas "que votaron en contra" (Art. 245, tercer párrafo, segunda parte); como los accionistas de participación no pueden votar, tampoco pueden receder.

Estamos totalmente en contra de esta conclusión. A nuestro juicio, el accionista de participación puede ejercer el derecho de receso en los casos en que puede ejercerlo en una sociedad que hace oferta pública de sus valores.

El razonamiento es sencillo: la ley no prevé el caso de los accionistas sin voto, porque a todos se les otorga para las decisiones del art. 244, parte final. Por lo demás, sólo se refiere a los que no votaron la decisión, cuando menciona a los presentes: esta situación hace que no pueda extenderse la exclusión de la acción a los ausentes y, por carácter transitivo, no podría diferenciarse entre accionistas de participación presentes (que no votaron) para excluírlos del receso y los ausentes (que tampoco votaron) para admitirles a ese derecho de separación.

Por ende, tratándose de casos excepcionales (transformación, traslado de sede al extranjero, cambio fundamental del objeto, fusión y escisión cuando no se entreguen acciones con oferta pública o cotización, según el caso), parece claro que la ausencia del voto no puede significar que el accionista de participación quede totalmente inerte ante estas decisiones. Por lo demás, la Norma (Res. Gen. 209 CNV), ha contemplado un caso, y es el de retiro de oferta pública (Art. 14, b, V de las Normas), lo cual es perfectamente compatible con la solución a que hemos arribado.

### 6.8. *Valor del reembolso*

La Comisión Nacional de Valores ha previsto un caso especial de agravamiento, para la sociedad, de los valores del reembolso. Allí admite que será el mayor entre el que resulta de aplicar la ley (Art. 245 LSC: el del último balance practicado o que debería haberse practicado) y el de promedio de precio de mercado de los últimos treinta días anteriores.

Estimamos que esta decisión es válida, pues ya anteriormente y para los casos generales de receso, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires había establecido un régimen distinto del legal, de mayor protección para el accionista.