

## **ACCIONES SIN DERECHO A VOTO**

*Carlos Augusto Vanasco*

### **1. Las sociedades por acciones.**

Nuestra ley de sociedades se caracteriza por adoptar el régimen conocido como de tipicidad, según el cual los interesados en llevar a cabo una actividad económica colectiva en común dentro del marco de dicho ordenamiento, deben necesariamente elegir uno de los tipos sociales contemplados por el legislador para ello. No hacerlo así o hacerlo a través de un modelo que no respeta o adopta los elementos tipificantes requeridos por la normativa legal, lleva a la sanción de nulidad del acuerdo instrumentado y, por ende, de la sociedad pretendida (art. 17 de la L.S.).

Entre los tipos sociales que brinda nuestra legislación societaria, se encuentra la sociedad anónima, siendo uno de sus elementos tipificantes (o sea requeridos necesariamente por el legislador para la validez de su constitución) que el capital social se represente por acciones (art. 163 de la L.S.). Por consiguiente, el concepto de acción se encuentra ligado estrechamente a la tipicidad societaria en materia de sociedades anónimas hasta tal punto que si el capital de una sociedad no estuviera representado por acciones, esa pretendida sociedad sería nula, conforme se ha señalado.

Determinar el alcance del concepto “acción” resulta, pues, significativo dado que de él depende el encuadramiento tipológico legal de una sociedad anónima.

No es, sin embargo, el objetivo de este trabajo llevar a cabo un análisis exhaustivo de la noción de acción en materia societaria, por lo que nos limitaremos a citar algunas características que la doctrina le atribuye y que permiten darle su fisonomía particular frente a otros referentes societarios, tales como, por ejemplo, la cuota de la sociedad de responsabilidad limitada o la parte de interés de la sociedad colectiva.

### **2. La acción.**

Halperín, en su libro «SOCIEDADES ANÓNIMAS» (Ed. Depalma, 19744) señala que la designación o nombre de acción en esta materia, tiene un triple significado: se refiere a una fracción del capital, al derecho patrimonial a esa fracción y al título que la representa. En este último sentido, se trata de un título valor dispositivo, porque tiene la doble función de servir para el ejercicio y la transmisión de los derechos y obligaciones que derivan del vínculo de socio. (conf. ver págs. 261 y 271).

Esos derechos son, fundamentalmente, dos: los de naturaleza política, entre los que se encuentra el voto, y los de naturaleza patrimonial, o sea los vinculados con el cobro de los dividendos y la cuota de liquidación. Existen otros derechos que nacen de y hacen también a la condición de socio del accionista y que sólo quienes ostentan tal calidad pueden esgrimir, pero éstos no vienen al caso y no nos referiremos a ellos por resultar innecesario para nuestro análisis.

Para Brunetti, en las sociedades de capital, donde desaparece el «intuita

personae», la medida de la participación del socio en el patrimonio neto y en la vida corporativa de la sociedad, manifestada con el derecho de voto en las asambleas, lo constituye la acción, la que está determinada por el importe de las contribuciones para la formación del patrimonio común ( «Tratado del Derecho de las Sociedades». ed.UTEHA,1960, pág. 91). Destaca también este autor que la acción representa el derecho de su titular sobre el patrimonio de la sociedad y, por consiguiente, la participación en su vida corporativa; comprende, además, un complejo de derechos, entre los cuales se encuentran, con relación estricta a la participación, los que competen al accionista como socio y que éste adquiere con la acción, independientemente de la especial posición jurídica de su autor y de toda convención particular establecida entre éste y la sociedad (op. cit. pag.93).

Hoy día, en que la legislación ha acercado casi a límites indefinidos los conceptos de acción y de cuota de sociedad de responsabilidad limitada a raíz de la amplitud normativa vinculada con la cesibilidad de esta última y la posibilidad de la emisión de acciones no instrumentadas en títulos circulatorios, como las acciones escriturales, estimamos que en esta última reflexión de Brunetti podemos hallar la escasa diferencia que aún persiste entre cuota y acción; esta diferencia radica en que la acción , a diferencia de la cuota , siempre se encuentra desvinculada de la situación particular del socio-accionista asumida en el acto constitutivo, por lo que los derechos y obligaciones de este último sólo encuentran causa, contenido y referencia en la ley, en el estatuto y en el reglamento de la sociedad, pero no en acuerdos o convenciones especialmente pactados en el contrato y que sí pueden ser vinculantes y referentes en los casos de socios de sociedades por parte de interés o por cuotas.

Con otras palabras, la rigidez tipológica se advierte mucho más en las sociedades por acciones, menos permeable a la introducción de pactos y acuerdos relativos a la disposición de derechos subjetivos de los socios de carácter social, que en las otras sociedades, en la que es dable notar una mayor predisposición de la ley a aceptarlos como válidos y vinculantes para los otorgantes del contrato social.

Ese rigor debe, por lo dicho, advertirse también reflejado en la fijación de los derechos incorporados a la acción, en cuanto ésta representa la causa y la medida de esos derechos, especialmente de aquellos vinculados con la vida corporativa de la sociedad.

Con lo dicho, estimamos suficientemente representada la idea de la acción y su significado técnico y para no seguir desarrollando el tema, retendremos solamente que resulta claro que aquélla constituye una expresión que refleja, en uno de sus sentidos, la participación del socio en la sociedad, que le confiere un conjunto de derechos de diversa naturaleza, entre los que encontramos como atributo esencial, el de participar en el desenvolvimiento colectivo de la actividad social, el que se expresa y ejerce a través del derecho de voto en las asambleas.

### **3. El derecho de voto.**

Este derecho ha sido calificado, entonces, como esencial, ya que forma parte de la gama de derechos fundamentales incorporados a la acción, concepto que no resulta ser, pues, sino el medio técnico a través del cual se instrumenta, de manera

ideal -y a veces documentalmente por medio de títulos impresos- la facultad de los socios de participar en la vida corporativa de la sociedad de la que forman parte.

Nadie que no sea accionista, su representante o sujeto legitimado por la ley puede hacer uso de ese derecho fundamental del socio, ya que, según el criterio de cierta doctrina constituye un derecho subjetivo del accionista, pero dado que colabora con la formación de la voluntad social, admite una limitación negativa, esto es que el interés tenido en cuenta por el accionista debe ser un interés individual como miembro del grupo, vale decir sujeto a la comunidad de intereses (ver «El Interés social en la Sociedad Anónima», Mónica G.C. de Roimiser, Depalma, 1979, pág.64/65). Por consiguiente, el voto es un instrumento funcional para el desenvolvimiento de una sociedad por acciones, que atañe a todos los socios, quienes tienen intereses comunes en la continuidad y prosperidad de la empresa, razón por la cual, según la opinión cultural predominante en nuestro medio, no se tolera el sacrificio de una minoría por intereses particulares de la mayoría, fuera de las finalidades de la sociedad (ver al respecto: Goldschmidt, Roberto, en el trabajo “Límites Generales del Principio Mayoritario en el Derecho de la Sociedad Anónima” pub. en Jurisprudencia Argentina, 1942-I-25).

Con la intención de ser aún más claro en el aspecto recién desarrollado, podría añadirse que el derecho de voto, siendo la expresión de un derecho subjetivo individual, puede ser ejercido de cualquier modo o no ejercido e incluso renunciado o dispuesto a favor de un tercero. Pero como hemos visto y así lo compartimos, en realidad se trata de un derecho que si bien es individual, tiene una faceta negativa o limitativa, que es la de que debe, por razones que hacen a su calidad de instrumento jurídico vinculado con otros derechos nacidos de la comunidad de intereses creadas con la constitución de una sociedad, ser ejercido con la debida comprensión de que constituye, junto con otros derechos de la misma índole, el medio de expresión de voluntad del órgano de gobierno de la sociedad anónima, parte de la integración de un acto colegial y no un mero acto individual librado a la total discrecionalidad de su titular y ajeno e independiente a cualquier otro vínculo que lo ligue a otras personas. Dentro de ese marco y con esa connotación, el derecho de voto constituye un derecho esencial, natural y absoluto del accionista, que no puede desconocerse ni quitarse, sino dentro del esquema de la ley específica que lo reconoce y que lo limita o suspende en su ejercicio acorde con todo el ordenamiento sistemático que aquella regula.

Ahí radica la cuestión: su sacrificio sólo es concebible cuando se trata de satisfacer finalidades de la propia sociedad, considerándose a ésta, no como un sujeto ajeno y extraño a los mismos socios que puede tener objetivos propios diferenciados con los de éstos, sino como una comunidad de intereses económicos integrada por un grupo humano y que éste, como tal, intenta satisfacer a través de su aporte y de su colaboración no egoísta. Por consiguiente, el derecho de voto no puede ser un derecho del que pueda disponerse para conformar intereses pretendidamente superiores o extraños al de la comunidad económica específica, tal como lo serían el interés de la empresa subyacente o el interés público general o los intereses de un grupo determinado de socios.

El derecho de voto, por otra parte, importa para el socio un valor estimable en cuanto pueda constituir un factor de mando o poder dentro de una sociedad. En efecto, quien cuenta con las acciones o con los votos necesarios para imponerse

en las decisiones asamblearias, tiene en sus manos una herramienta jurídica y, en consecuencia, económica de enorme importancia para dirigir la gestión de la empresa social. El paquete de acciones suficiente y necesario para controlar las asambleas de una sociedad anónima a través del voto mayoritario que otorga tiene un valor de conjunto muy superior al valor individual de cada una de las acciones que lo componen, ya sea que esa valoración unitaria corresponda al que resulta de los libros contables, o sea el que emerge de la cotización resultante de su negociación en el mercado. Como bien señala Odriozola (“Acerca de las acciones de control”, ver “Revista de Derecho Comercial - 1978 - año 11- Ed. Depalma, pág.1233/1243), esas acciones no tienen por qué superar la mitad más uno de los votos atribuidos a todas las acciones emitidas por una sociedad, ya que frecuentemente sólo es necesario un porcentaje muy inferior, debido a la dispersión accionaria y a la indiferencia de muchos accionistas que no participan. Por ello, añade, en la medida que otorgan la posibilidad de ejercer el control, tienen un mayor valor, aun cuando representen un mismo valor patrimonial y confieran, individualmente, los mismos derechos. De ahí que esa posibilidad de control sea un elemento buscado en la compra de un paquete de acciones.

Por consiguiente, el voto, además de todas las prerrogativas que individualmente concede a un accionista y del valor que debe atribuírsele como factor político dentro de una sociedad, en la medida en que forma parte de un conjunto necesario para influir en la administración y gobierno de la misma, incorpora a la acción un elemento nuevo de evidente contenido económico que no puede ser desconocido al momento de considerarse el tema que estamos tratando, ya que un paquete de acciones que carezca de esa posible atribución de poder, tendrá un valor, en conjunto, muy inferior a aquél que sí lo conceda.

#### **4. Las acciones preferidas.**

Sobre el tema de las acciones sin derecho a voto podría argumentarse que nuestra ley de sociedades permite su emisión, lo que conspiraría contra todo lo dicho hasta ahora. Sin embargo, la existencia de esa posibilidad no sólo no contraría los principios expuestos, sino que los confirma.

En efecto, debe tenerse en cuenta que aún cuando en principio pueda afirmarse que estas acciones carecen de voto, ello no es así, ya que si efectuamos un análisis cuidadoso de la cuestión, en realidad advertiremos que en definitiva tienen expresamente reconocido ese derecho, excepto para cuestiones ordinarias y no fundamentales. O sea que carecen de voto en la toma de decisiones que hacen a la marcha de los negocios corrientes de la sociedad y ello en razón de que sus titulares han sido beneficiados con un derecho patrimonial superior al de las acciones ordinarias. De tal manera que la privación del derecho de voto responde al otorgamiento de otro derecho y ello es conocido por el accionista necesariamente aún antes de haber suscripto la acción, realizando una elección entre dos alternativas: una, ver disminuido su derecho de participación social y obtener a cambio una ventaja patrimonial ante los demás accionistas tenedores de acciones ordinarias, y la otra, conservar los derechos políticos incólumes y no tener preeminencia alguna respecto de estos últimos.

Se trata, pues, de acciones con voto limitado, pero no de acciones sin derecho a voto, incluso cuando corrientemente a las acciones preferidas se las denomine así.

Nuestra ley, al respecto, es muy precisa en el tratamiento de esta clase de acciones, ya que su incorporación en ella se hace a través de una cuidadosa regulación, que atiende a toda la gama de principios que orientan a la sociedad anónima, a sus órganos, al funcionamiento de éstos y a los derechos que como accionista le competen al tenedor de esta clase de acciones.

En efecto, podemos advertir que con referencia a las acciones preferidas existen concretas disposiciones relativas a los casos en que tienen voto (art. 217 y 244, 4º párrafo L.S.) y derecho de suscripción preferente (art. 194 L.S.) Asimismo, el art. 250 L.S. acuerda el procedimiento para que los accionistas tenedores de acciones con preferencia patrimonial pueda expedirse en asuntos que son de su incumbencia cuando sus derechos puedan ser afectados por decisiones de la asamblea general.

Por otra parte, las acciones preferidas conceden a sus tenedores todos los derechos que la ley y el estatuto conceden a los accionistas con acciones ordinarias, excepto el de tener, en su caso, más de un voto (art. 216 L.S.). No cabe duda de que pueden, en consecuencia, ejercer el derecho de impugnación de asambleas y de sus decisiones contemplado en el art. 251 L.S.

## 5. Las acciones sin voto.

Se trata, ahora, de analizar la problemática de las acciones que, sin tener ninguna preferencia patrimonial, carecen de voto. Desde nuestro punto de vista el tema debe ser abordado considerándose especialmente los siguientes aspectos :

En primer lugar, cabe preguntarse si sería razonable que la ley societaria -que sin duda es el cuerpo legal en donde debe regularse la posibilidad o no de esta alternativa- facultara a toda y cualquier sociedad anónima la emisión de parte de su capital a través de acciones sin voto o, solamente este instrumento debería estar reservado para las grandes sociedades o “big corporations” que tienen su capital abierto al público.

En las sociedades llamadas cerradas, el problema se inserta en otro de más amplio espectro: el de la rigidez o no del sistema societario. Es decir:

1) si debe mantenerse un sistema tutelar muy estricto en orden a la protección del socio por la ley o ;

2) si, por el contrario, debería hacerse más elástico el ordenamiento permitiendo una mayor amplitud en la regulación de los derechos y de las relaciones internas de los socios a través del estatuto particular de cada sociedad.

Si adoptara la primera posición, la ley de sociedades debería prohibir -como lo hace actualmente- la existencia de acciones ordinarias carentes de voto, ya que tal prohibición -como tantas otras que contiene de naturaleza tuitiva- estaría dirigida a preservar uno de los derechos que constituyen la esencia de la participación social tradicional y sobre el que se sustenta el principio mayoritario y su contrapartida, la protección de la minoría. Así, estaría acogiendo la corriente que sostiene que el voto constituye un derecho esencial del accionista con la sola limitación que surge de la ley (De Gregorio, Riv. di Diritto Commerciale- año 1951).

Por el contrario, si se inclinara hacia la segunda de estas posturas, debería

dejar librado al estatuto la regulación del derecho de voto de los socios, a efectos de que en él se establecieran los derechos políticos de las acciones, inclusive, dentro de un espectro muy amplio que podría ir desde las acciones con ningún voto hasta aquellas de voto múltiple, sin ningún límite.

Por nuestra parte, si bien quizá algún día, al modificarse las condiciones económico-sociales del país, pueda adoptarse un régimen de libertad más amplio en cuanto a la incorporación de normas estatutarias orientadas a regir el orden interno de la sociedad, hoy por hoy, nos inclinamos por una regulación del derecho de voto en las sociedades por acciones no disponible por las partes, a efectos de concordar con toda la filosofía actual de nuestra ley de sociedades, que, nos parece, aún conserva rasgos de rigurosidad, característicos de ordenamientos que todavía optan por imponer reglas estrictas para el funcionamiento interno de las sociedades por acciones, con miras a evitar abusos a través de este tipo societario.

Esa rigurosidad servirá, también, para la protección de los accionistas ante el eventual valor económico que el derecho de voto puede incorporar a las acciones, en aquellos casos en que forman parte de un paquete de control.

Por consiguiente, acorde con esta última postura, estimamos que en materia de sociedades por acciones cerradas, esto es, no autorizadas a la oferta pública, nuestra ley de sociedades debería mantener la regulación actual, es decir que las acciones, como tales, deben tener siempre reconocido el derecho de voto, pero admitiendo solamente la posibilidad de la existencia de acciones que pueden quedar privadas de él para la adopción de ciertas decisiones asamblearias y ello como consecuencia de habersele acordado alguna ventaja económica, real y consistente.

En lo que concierne a sociedades abiertas, o sea aquellas autorizadas a la oferta pública de sus acciones, la cuestión presenta rasgos distintivos que merecen un análisis y un tratamiento diferente.

Antes de hacerlo, no podemos dejar de referirnos a uno de los más acuciantes problemas de nuestra legislación societaria mercantil. Es el que se refiere a la división entre sociedades por acciones cerradas y abiertas, las que reciben hoy, en la ley 19.550, una regulación única por vía de considerar un solo tipo social. Salvo algunas pocas y aisladas disposiciones que regulan en forma distinta ciertos aspectos (vg. arts. 188 -aumento de capital- ; 199 -nulidad de emisiones- ; 245 -derecho de receso en fusión y escisión; 255 -composición del directorio; 284 -composición y prescindencia de la sindicatura), la diferencia esencial en la ley estriba solamente en la naturaleza y en la intensidad del control que recibe por parte del Estado (ver arts. 299 y 300, L.S. y ley 17811 ). Por otro lado, tampoco la ley distingue entre los accionistas de una y otra clase de sociedad, ya que la figura del accionista es una figura unitaria. Por ello estimamos que ha llegado el momento en nuestro país en que la ley de sociedades trate orgánica y diferenciadamente, como dos tipos sociales a aquellas sociedades en las que sus acciones están destinadas a ser ofertadas y suscriptas por el público en general y a circular en un ámbito de gran preponderancia para el mercado de capitales y aquellas otras en las que sus acciones solo se limitan a circular -si lo hacen- dentro de un espacio muy limitado y entre personas determinadas. De esa manera podrá legislarse teniendo en cuenta la existencia de accionistas que, como en las sociedades abiertas, presentan características muy distintas a la del socio de una sociedad cerrada, por concurrir a formar parte de la sociedad a través de una

inversión temporaria o de una especulación vinculada con la situación del mercado en general.

Esa forma de encarar la legislación de las sociedades por acciones, hará inclusive, que el estudio de la doctrina se diversifique atendiendo a cada uno de esos tipos sociales y no ocurrirá lo que ahora sucede: que cuando se trata de sociedades por acciones se realizan proyectos de reformas, ideas, ponencias, etc. que, en general, no distinguen entre una y otra situación de la sociedad.

Por lo tanto, estimamos que esa doble regulación constituye uno de los compromisos del derecho comercial argentino en orden a concretar una realidad que hoy no se encuentra reflejada en la ley positiva, por lo que ésta constituye un instrumento que no resulta útil en el momento de aplicarlo a casos concretos.

Entendemos, por consiguiente, que como misión previa a la regulación de las acciones sin voto, deberíamos encarar la modificación de nuestra ley de sociedades a fin de incorporar en ella la tipificación de dos clases de sociedades anónimas, las abiertas a la suscripción pública y las cerradas, cuyas acciones solamente están destinadas a circular en un medio no público y reducido.

Y debe ser dentro de la primera clase de sociedades por acciones, donde debe contemplarse el régimen legal de las acciones sin voto, estableciéndose con toda certeza y precisión los derechos de los tenedores de esa clase de acciones. De esa manera, eventualmente y si el mercado de capitales las acepta, podrán constituir un eficaz medio de financiación para las empresas que las emitan, ya que incorporan socios y no acreedores.

Una breve mirada sobre lo que ocurre en otros países nos informa que:

1) En Italia, el art. 2351 del Cód. Civil autoriza la emisión de acciones de voto limitado, ya que este derecho solamente se puede ejercer en las asambleas extraordinarias, teniendo prelación en el cobro de dividendos y de la cuota de liquidación, limitándose su emisión a un monto no superior al 50% del capital social; en la ley 216, del año 1974, se contemplan las llamadas “azioni di risparmio” o de ahorro, destinadas a sociedades que cotizan en bolsa, privadas de voto en forma absoluta, salvo para las asambleas especiales en las que ellas solas comparecen. Se les reconocen a estas acciones ventajas patrimoniales en el reparto de los beneficios y en el reembolso del capital en el caso de liquidación de la sociedad.

Como puede apreciarse, en el aspecto que nos ocupa, en Italia coexisten dos clases de acciones diferentes a las ordinarias: a) las regidas por el Código Civil, que tienen preferencia patrimonial y voto, aunque éste limitado, por lo que podríamos encasillarlas en aquellas que se conocen como “acciones preferidas” y b) las acciones de “risparmio” o ahorro, sólo para sociedades que cotizan en bolsa, que también tienen ventajas patrimoniales y fiscales, pero que a diferencia de las anteriores, nunca tienen voto en las asambleas generales. Estos rasgos muy especiales las alejan de las tradicionales “acciones preferidas” comunes y les dan características propias a tener en cuenta.

2) En Francia, la ley de sociedades n° 66 de 1996, reformada por las leyes 74-781, de 1978 y 83-1 de 1983, autoriza la emisión de acciones de voto restringido por parte de todas las sociedades por acciones, bajo condición de que en los dos años anteriores la compañía haya contabilizado ganancias distribuibles. Se les debe reconocer un dividendo garantizado y preferencia en el reembolso del capital en caso de liquidación. Deben limitarse a no más de un cuarto del capital

social. Lo característico de estas acciones, es que si la sociedad durante tres ejercicios no abona la preferencia de que gozan, adquieren voto. Además, se les reconocen todos los demás derechos de las acciones ordinarias, inclusive el de suscripción preferente.

Se trata, también en este caso, de acciones que participan de las características de las “preferidas”, por lo que tampoco constituyen las acciones sin voto, objeto de nuestro análisis.

3) En Alemania la ley de sociedades por acciones de 1965 admite solamente acciones del tipo de las preferidas, o sea con privilegio en el reparto de las ganancias y con voto en el caso de que no perciban, durante dos años, los beneficios que se les han reconocido. No son pues, acciones sin derecho a voto.

4) En Inglaterra, se admiten diversas clases de acciones diferenciadas por el derecho de voto, ya que la legislación en este sentido es muy permisiva. Por un lado, existen acciones que carecen totalmente de voto, sin tener, en cambio, ninguna ventaja patrimonial. Por otro, se admiten las acciones preferidas con voto limitado, ya que lo recuperan si no se satisface el dividendo preferencial. Sin embargo, en la Bolsa de Valores no han sido bien aceptadas las acciones sin ningún derecho de voto y se ha exigido a las sociedades cotizantes que en esta clase de acciones se debe hacer expresa mención en el título de que carecen de ese derecho, no obstante lo cual se le deben reconocer adecuados derechos de voto en temas como la reducción del capital social y disolución de la sociedad.

5) En los Estados Unidos de Norteamérica la situación es similar a la anterior, ya que se admiten las acciones sin voto, cuanto las preferidas. Sin embargo, no están autorizadas a cotizar las acciones sin voto.

6) En el proyecto de Estatuto de Sociedad Anónima Europea, se contempla la posibilidad de que las sociedades prevean en sus estatutos acciones sin derecho a voto, pero supeditan su emisión a las siguientes condiciones: a) que en su totalidad no superen el cincuenta por ciento del capital social; b) que se les reconozcan todos los derechos correspondientes a las acciones ordinarias, excepto el de voto y el de suscripción preferente, que solamente se le reconoce respecto a nuevas acciones sin voto y c) que el capital que representan no se computa a los efectos del quórum y mayorías en las asambleas. Se trata de una verdadera hipótesis de acciones sin voto y sin preferencia patrimonial alguna, que debería tenerse en cuenta en esta materia.

7) En Brasil, según la ley de sociedades por acciones n° 6.404 del 15.12.76, pueden emitirse acciones preferidas, sin voto o con voto restringido. Sin embargo, los titulares de esas acciones adquieren el ejercicio de ese derecho si la compañía en el plazo previsto en el estatuto que no puede ser superior a tres ejercicios consecutivos, deja de pagar los dividendos mínimos o fijos a que tuvieren derecho, derecho que han de conservar hasta su pago, si no fueren acumulativos o hasta que sean pagados los acumulativos atrasados.

## **6. La situación actual. La Comisión Nacional de Valores y las llamadas “acciones de participación”.**

Si analizamos la situación en nuestro país con relación a las acciones sin voto,



veremos que, en general, la doctrina se ha referido a ellas considerándolas, en realidad, como acciones preferidas limitadas en su derecho de voto.

Como hemos visto, las acciones preferidas con voto limitado están disponibles en nuestro ordenamiento para ser emitidas por cualquier clase de sociedad por acciones, cerradas o abiertas, en las condiciones y con los alcances que la ley establece. Sin embargo, quizá la amplitud de los derechos que se conceden a los accionistas tenedores de esa clase de acciones para el supuesto de mora en la recepción de los beneficios que constituyen su preferencia, haya sido un obstáculo para su uso por parte de las sociedades, por el temor de los tenedores de acciones ordinarias de la eventual pérdida de su control.

De ahí, tal vez, la decisión adoptada por la Comisión Nacional de Valores de sancionar la Resolución General n° 208, de fecha 26 de mayo de 1992, referida a acciones de participación sin derecho a voto. Esta resolución hoy se encuentra incorporada a las Normas de la Comisión Nacional de Valores, en el Título 2, Capítulo II, Sección B - Acciones- art. 14.

Sobre esta regulación también se han hecho algunos trabajos en nuestra doctrina (ver, por ejemplo, Alegría, Héctor, Comunicaciones al V Congreso de Derecho Societario, Huerta Grande, Córdoba, año 1992, t. III, págs.168 y 182; Di Bartolo, Nilda "Acciones de Participación" en L.L. t. 1993-E, pág. 966).

La decisión de la C.N.V. de autorizar por vía de reglamento la emisión de acciones sin voto a las sociedades autorizadas a la oferta pública fue adoptada en el año 1992 en una época que, por distintas razones, la Bolsa de Valores se encontraba en un auge muy importante, no sólo por el volumen de las operaciones sobre títulos, sino también por el alza general de la cotización de éstos.

Fue evidente, entonces, que la finalidad de tal autorización no era otra que la de permitir conceder una alternativa más de inversión a los capitales que acudían al mercado mobiliario, dentro de la gama de títulos públicos y privados que imperaban en él.

Del análisis del régimen sancionado por la C.N.V. se advierte que se trata de una normativa fruto de las circunstancias y no producto de un estudio profundo del mercado al que estaba destinado, como del instituto en sí, como instrumento de un fenómeno societario.

Del examen de la normativa mencionada, se desprende la existencia de graves carencias que la hacen inapropiada:

a) La disposición legal invocada para implantar en nuestro medio, por vía de resolución administrativa, las acciones sin derecho a voto - el art. 40 de la ley 23.697- no constituía un soporte legal adecuado, desde que esa norma no se refiere concretamente a acciones de sociedades. La ley citada concedió a las sociedades de capital y cooperativas amplia facultad para emitir títulos valores en serie para ser objeto de oferta pública, en los tipos y condiciones a ser fijados por las respectivas emisoras. La norma en que se apoyó la C.N.V. estaba dirigida a permitir la circulación de nuevos instrumentos financieros, de ahí que el citado art. 40 establezca que las sociedades que emitan tales instrumentos tienen la facultad de elegir y precisar su denominación, el tipo o clase de títulos, su forma de circulación, garantías, rescate, plazos, convertibilidad o no, derechos de terceros portadores, etcétera.

Se refiere esta norma, sin duda, a títulos de crédito y no de participación so-

cial, como lo son las acciones. Hace mención de aspectos que son totalmente extraños a estas últimas, tal como el vinculado con la forma de circulación, puesto que las acciones por imposición legal no pueden emitirse al portador. Sería impensable que las sociedades por acciones pudieran hacer circular acciones de esta clase sobre la base de esa norma legal. La referencia a garantías, rescate y convertibilidad o no también son aspectos propios de los títulos valores de crédito y no de las acciones. Y que decir, por último, de la facultad que se les acuerda a los emisores de establecer los derechos de terceros, lo que no puede concebirse en materia de acciones, por que las sociedades en sus estatutos no pueden condicionar los derechos de aquéllos y solamente, dentro de lo que la ley permite, fijar los derechos de los socios. Todo ello lleva a concluir que los proyectistas del art. 40 de la ley 23.697 jamás pensaron en las acciones al referirse a títulos valores en serie.

b) Si se analizan las características de las acciones de participación que reglamenta la C.N.V. (¡ en esencia todas las acciones son de participación ! ) advertimos que, en realidad, se trata de acciones preferidas, ya que necesariamente deben otorgar un privilegio respecto de las acciones ordinarias, que consiste en un cobro prioritario en el reintegro de su valor nominal en el caso de liquidación. Hemos subrayado la preferencia porque ella nos mueve a dos inquietudes: una, que una preferencia en el cobro del valor nominal de la acción constituye, en un país como el nuestro de enorme historia inflacionaria, un beneficio irrisorio que no puede ser considerado tal, pues sabemos que los capitales nominales con el tiempo quedan reducidos a cifras insignificantes. La otra, que se trata de una preferencia que quizá nunca se concrete, pues si la sociedad se mantiene más de veinte años, las acciones de participación, si no son rescatables antes, se convierten en ordinarias (art. 14, apartado b) inc. III de las NORMAS) en cuyo caso pierden la fabulosa preferencia que se les reconocía como preferidas, ya que las ordinarias comparecen a prorrata a la liquidación de la sociedad emisora.

c) Se les reconoce a las acciones de participación derecho de receso en el caso de retiro de la oferta pública (y no de la cotización, distinción que no se explica), de desistimiento, denegatoria o cancelación de la oferta pública o cotización. Ergo, cabría concluir que carecen de ese derecho para los demás supuestos que la ley de sociedades concede a los tenedores de acciones ordinarias (arts. 244, 4º párrafo y 245 L.S.).

d) La Resolución administrativa no dice nada tampoco sobre los demás derechos que tendrían los tenedores de estas acciones en cuanto a requerimientos de información o acciones de impugnación contra decisiones asamblearias.

e) Existe una contradicción ideológica entre la normativa que autoriza la emisión de acciones sin derecho a voto y el art. 216 de la L.S. que prohíbe que las sociedades autorizadas a la oferta pública emitan acciones de voto privilegiado. Como se recordará, la disposición incorporada al artículo citado apareció originariamente en la ley 18.060 y, junto con otras medidas contempladas en esta última, estaba dirigida a incentivar la emisión y negociación de acciones en el mercado de capitales nacional. De allí fue incorporada a la ley de sociedades, manteniéndose hasta la fecha. Ahora bien, resulta evidente que la intención del legislador, al prohibir las acciones privilegiadas en la bolsa, era la de incentivar el mercado dándole a los inversores la seguridad de que las acciones que habrían de suscribir tendrían influencia en las decisiones sociales, ya que los accionistas

llamados empresarios (que son aquellos que tienen vocación a la dirección o mando de la empresa social) no podrían ampliar su poder político a través de acciones con voto plural.

Pero resulta que, ahora, parecería que se hubiese querido incentivar el mercado por medio de acciones sin voto, con las que precisamente se busca lograr una conducta o expectativa diversa a aquella que se esperaba al prohibirse las acciones privilegiadas. Adviértase que de alguna manera al autorizarse la emisión de acciones sin voto, las ordinarias, incluso de un solo voto, pasan a ser, respecto de aquéllas, privilegiadas, lo que en cierta forma constituye una contradicción con el principio incorporado al art. 216 L.S. citado.

Quizá hubiese sido más simple propiciar la derogación del art. 216 L.S. permitiendo la emisión de acciones de voto privilegiado a las sociedades autorizadas a la oferta pública, lo cual habría hecho innecesario autorizar la emisión acciones sin derecho a voto en transgresión del ordenamiento societario vigente que no las contempla.

Por último y respecto a la real aplicación de las acciones de participación en nuestro medio, debemos señalar que desde su aprobación por vía de la resolución de la C.N.V., ninguna sociedad autorizada a la oferta pública hizo emisión de esta clase de acciones; sería interesante determinar las razones por las que el mercado ignoró este nuevo instrumento. Sin embargo, sí podemos señalar que la manera en que han sido proyectadas las acciones sin derecho a voto autorizadas por la C.N.V., no ha atraído el interés de las empresas para emitir las ni el de quienes operan en el mercado de títulos valores para adquirirlas, lo cual debe tenerse en cuenta en una futura normativa que las contemple.

Quizá ha contribuido a esa indiferencia la falta de precisiones sobre los derechos de los accionistas tenedores de las acciones de participación y si bien la normativa debe ser amplia para permitir la expansión de la mayor cantidad de instrumentos destinados a la actividad financiera, también es cierto que la regulación debe ser clara y precisa respecto a esos derechos.

Debemos destacar el hecho de que en materia de oferta pública de títulos valores al negociarse éstos en un mercado en el que, obviamente, la mercadería no se encuentra a la vista ni puede por ello inspeccionarse y advertirse su calidad, es absolutamente necesario que quienes intervienen en ese mercado tengan la información más amplia, precisa y veraz que sea posible, para poder adoptar las decisiones vinculadas con sus operaciones. Esa información debe provenir de los emisores - ya sea el Estado o sociedades-, de la ley y de las disposiciones reglamentarias que regulan la emisión y circulación de los títulos valores, ya que cualquier oscuridad u omisión en ellas provocará dudas e imprecisiones que, en definitiva, podrían motivar su rechazo. Se trata, en definitiva, de procurar siempre la necesaria transparencia del mercado, cuyo logro no se halla solamente a cargo de sus operadores, si no también y fundamentalmente, de la ley, de los reglamentos y de los encargados de su control.

## **7. Propuesta.**

Las acciones sin derecho a voto, ya sea que concedan o no preferencias patrimoniales de algún tipo, constituyen instrumentos financieros de muy poca difu-

sión en nuestro medio. Las acciones preferidas contempladas en la ley de sociedades y las acciones de participación autorizadas por la C.N.V. no se utilizan ni son títulos corrientes en nuestro mercado.

Este es un dato importante para tener en cuenta en el momento de establecer reglas acerca de estas acciones de voto restringido o sin voto, ya que no se puede a través de la normativa legal imponer el uso de dispositivos dirigidos a instrumentar negocios o prácticas comerciales o económicas, si aquéllos no han sido previamente requeridos por los interesados que intervienen en ellos. Piénsese si no, en la frustrada factura conformada o en el varias veces reformado cheque diferido.

A manera de contribución para este tema, formularemos algunas reflexiones que podrían servir de pautas para la preparación de un proyecto destinado a incorporar en nuestra legislación las acciones sin derecho a voto:

i) La emisión de estos títulos debería limitarse a sociedades autorizadas a cotizar en bolsa. Esta exigencia se basaría en la circunstancia de que las sociedades abiertas que cuentan con esa autorización, se encuentran sometidas a las disposiciones sancionadas por la respectiva Bolsa para la autorización, suspensión, retiro y cancelación de la cotización de títulos valores en ella, lo que otorga a los accionistas carentes de voto una mayor protección de sus derechos, además del amparo que significa la fiscalización permanente de las sociedades emisoras, tanto por parte de la misma Bolsa autorizante como de la Comisión Nacional de Valores.

Nada justificaría que con quebrantamiento de principios rectores del derecho societario y, específicamente, de las sociedades por acciones, sean admitidas las acciones sin derecho a voto para sociedades cerradas, puesto que éstas no intervienen en el mercado de capitales y, por ende, esas empresas no se encuentran en condiciones de captar fondos a través del ahorro público para el financiamiento de su actividad. El sacrificio del derecho de voto sólo halla su razón en la medida en que la acción pasa a ser un verdadero instrumento de inversión a gran escala y de uso masivo, lo que beneficia a los mismos particulares y a la economía en general.

ii) Debería analizarse la supresión de la prohibición de emitir acciones privilegiadas en las sociedades autorizadas a la oferta pública;

iii) La ley debería determinar los tipos de acciones susceptibles de ser emitidas sin derecho a voto, es decir, si se trata de meras acciones ordinarias -en el sentido económico, esto es, sin preferencias patrimoniales- o con ciertos beneficios patrimoniales, ya sea con referencia a las ganancias de ejercicio o a la cuota de liquidación. Pero en todo caso, siempre diferenciadas de las acciones preferidas contempladas en la ley de sociedades, cuyo régimen podrá ser mantenido, modificado o complementado.

iv) Debería declararse en la ley, en forma expresa y determinada, en qué circunstancias o casos habría que reconocerle a estas acciones derecho a voto, si se concluyera que, en algunas ocasiones, sí debería concedérseles ese derecho (v.g. para la adopción de decisiones vinculadas con el retiro o cancelación de la cotización; con el cambio de objeto social o traslado del domicilio al exterior, fusión de la sociedad por incorporación a otra, etcétera).

v) También en forma expresa y precisa, habría que establecer que a los tene-

dores de estas acciones se les deben reconocer todos los derechos de los que están investidas las acciones ordinarias, excepto el de voto. Con ese reconocimiento resultaría claro que los titulares de estas acciones, quedarían legitimados para deducir, en su caso, las acciones de impugnación y suspensión de asambleas y decisiones asamblearias, aunque no hubieren votado en estas últimas (art. 251 L.S.).

vi) Igualmente habría que especificar, en relación con el derecho de receso, por ejemplo, en qué casos éste puede ser ejercido y cómo debe ser el procedimiento para efectivizarlo, ya que el titular de estas acciones carece de voto y la expresión negativa de éste, ante determinada moción asamblearia, constituye un presupuesto vigente para la exteriorización de la voluntad de receder (art. 245, 3er. Párrafo L.S.).

vii) Lo mismo cabe decir respecto al derecho de suscripción preferente, desde que correspondería que la ley regulara este derecho o bien dejara librado al estatuto su ejercicio, actuando aquélla solamente como norma dispositiva para el caso de silencio de este último. En este tema, quizá sería conveniente establecer que a las acciones carentes de voto se les debe reconocer derecho de suscripción preferente para la emisión de nuevas acciones de igual categoría, en los casos en que se dispusieran aumentos de capital destinados a ser integrados por los socios. Para el supuesto de emisión de acciones liberadas por aumentos provenientes de la capitalización de reservas u otros fondos inscriptos en el balance (art. 189 L.S.), debería establecerse que las acciones sin derecho a voto habrán de recibir títulos de esa misma clase.

viii) Por supuesto, habría que reconocer en forma expresa que las acciones que consideramos tienen derecho a un voto cada una en las asambleas especiales a las que fueran convocadas (art. 250 L.S.).

ix) Consideramos también de suma importancia determinar si la colocación de estas acciones en el mercado, de considerársela relevante para la canalización del ahorro público, habrá de gozar de incentivos fiscales, ya que de ser así, éstos han de constituir un valor agregado enorme que seguramente habrá de compensar a sus tenedores de la carencia de derechos políticos ordinarios. El reconocimiento de cualquier tipo de beneficio fiscal, por mínimo que sea, ha de constituir el elemento justificativo de la emisión de estas acciones privadas del derecho regular de voto, incluso más, que cualquier atribución de preferencia económica. Recordemos que conforme con las normas que regulan las acciones preferidas, el no pago de esa preferencia provoca inmediatamente la atribución, a los tenedores de esas acciones, del derecho a voto en todas las asambleas, ordinarias o extraordinarias que celebre la sociedad, lo que obviamente puede provocar una importante modificación en la situación de control imperante en ella. De ahí, posiblemente, la reticencia a la utilización de esta clase de acciones.

x) Convendría, asimismo, prever la posibilidad o no de que las acciones ordinarias o preferidas ya emitidas y en circulación puedan convertirse en acciones sin derecho a voto y, en su caso, bajo qué requisitos y condiciones. Igualmente, contemplar la circunstancia de que las acciones sin derecho a voto puedan ser convertidas en acciones ordinarias o preferidas. Del mismo modo habría que observar la posibilidad de que las acciones sin derecho a voto puedan ser rescatadas, fijando los términos y los derechos a consagrarse en las condiciones de emisión y suscripción.

xi) Podría, además, contemplarse un régimen específico destinado a tutelar los derechos de los accionistas que no han de ser oídos en las decisiones ordinarias de la sociedad. Para ello podría preverse un sistema en virtud del cual los tenedores de las acciones sin derecho a voto podrían hacerse representar, como clase, antes de los órganos de administración y fiscalización de la sociedad y ante los organismos administrativos y judiciales a efectos de peticionar y, en su caso, accionar en defensa de sus intereses ilegítimamente lesionados.

Pero fundamentalmente, consideramos prioritario que antes de sancionarse una ley o modificar la de sociedades vigente para introducir una normativa dirigida a reglar las acciones sin derecho a voto, deba realizarse una amplia investigación previa orientada a determinar si existe un real interés por parte del mercado de capitales y de sus operadores más importantes en incorporar un título de esa naturaleza.

En este sentido, debería indagarse también si bastarían acciones ordinarias, pero sin derecho a voto o si esas acciones, además, deberían contar con ventajas económicas y si el Estado se hallaría dispuesto a brindarle ventajas impositivas.

Ese estudio y análisis permitirá, por lo tanto, sancionar un instrumento legal que seguramente habrá de contar con la adhesión de aquellos que han de ser sus destinatarios, cumpliéndose así una ley esencial del derecho mercantil según la cual la norma de contenido económico debe adecuarse a la realidad para contemplarla y no tratar de modificarla más allá de lo que su naturaleza lo permite.